

Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?

Scheuplein, Christoph

Veröffentlichungsversion / Published Version
Forschungsbericht / research report

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Scheuplein, C. (2020). *Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?* (Study / Hans-Böckler-Stiftung, 447). Düsseldorf: Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.) der Hans-Böckler-Stiftung. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.14499.68645>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-NC-ND Lizenz (Namensnennung-Nicht-kommerziell-Keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.de>

Terms of use:

This document is made available under a CC BY-NC-ND Licence (Attribution-Non Commercial-NoDerivatives). For more information see:
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>

STUDY

Study 447 · Oktober 2020

WIE ENTWICKELN SICH UNTERNEHMEN MIT PRIVATE-EQUITY-EIGEN- TÜMERN IN DEUTSCHLAND?

Christoph Scheuplein

Eine Veröffentlichung aus dem
Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung

Dieser Band erscheint als 447. Band der Reihe Study der Hans-Böckler-Stiftung. Die Reihe Study führt mit fortlaufender Zählung die Buchreihe „edition Hans-Böckler-Stiftung“ in elektronischer Form weiter.

STUDY

Study 447 · Oktober 2020

WIE ENTWICKELN SICH UNTERNEHMEN MIT PRIVATE-EQUITY-EIGEN- TÜMERN IN DEUTSCHLAND?

Christoph Scheuplein

Eine Veröffentlichung aus dem
Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung

Autor

Dr. Christoph Scheuplein ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut Arbeit und Technik der Westfälischen Hochschule Gelsenkirchen Bocholt Recklinghausen. Arbeitsschwerpunkte: Unternehmensfinanzierung mit Private Equity und Venture-Capital, industrielle Restrukturierung.
E-Mail: Scheuplein@iat.eu

© 2020 by Hans-Böckler-Stiftung
Georg-Glock-Straße 18, 40474 Düsseldorf
www.boeckler.de



„Wie entwickeln sich Unternehmen mit Private-Equity-Eigentümern in Deutschland?“ von Christoph Scheuplein ist lizenziert unter **Creative Commons Attribution 4.0 (BY)**.

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

(Lizenztext: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/de/legalcode>)

Die Bedingungen der Creative-Commons-Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Schaubildern, Abbildungen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

Satz: DOPPELPUNKT, Stuttgart

ISBN: 978-3-86593-363-8

INHALT

Zusammenfassung	9
1 Einleitung	11
2 Sample-Auswahl und methodischer Ansatz	13
3 Wirkung auf die Portfolio-Unternehmen	21
3.1 Wirkung auf das Wachstum	21
3.2 Wirkung auf die Beschäftigung	25
3.3 Wirkung auf die Personalkosten	33
3.4 Wirkung auf die Finanzsituation	37
3.5 Wirkung auf die Insolvenzgefährdung	47
4 Wirkung auf die Post-Exit-Eigentümerschaft	51
4.1 Secondary Buyouts als Finanzialisierung	51
4.2 Vom <i>patient capital</i> zum <i>unpatient capital</i>	57
4.3 Internationalisierung	61
5 Resümee und Schlussfolgerungen	69
6 Literatur	72

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Umsatz nach dem Akquisitionstyp	23
Abbildung 2: Bilanzsumme nach dem Akquisitionstyp	24
Abbildung 3: Beschäftigte in den Portfolio-Unternehmen nach dem Akquisitionstyp	28
Abbildung 4: Gesamtbeschäftigung der Unternehmen	29
Abbildung 5: Gesamtbeschäftigung nach dem Akquisitionstyp	30
Abbildung 6: Gesamtbeschäftigung in den selbständigen Unternehmen	30
Abbildung 7: Beschäftigte nach dem Akquisitionstyp	32
Abbildung 8: Beschäftigte in den selbständigen Unternehmen	32
Abbildung 9: Personalaufwand nach dem Akquisitionstyp	34
Abbildung 10: Personalaufwand der selbständigen Unternehmen	35
Abbildung 11: Personalaufwandsquote der Sample-Unternehmen	36
Abbildung 12: Eigenkapitalquoten von Sample und Vergleichssample	40
Abbildung 13: Eigenkapitalquoten von Sample (ohne Add-on) und Vergleichssample	41
Abbildung 14: Eigenkapitalquoten von First Buyouts und Secondary Buyouts	43
Abbildung 15: Abstand der Eigenkapitalquoten von First Buyouts und Secondary Buyouts gegenüber Vergleichssamples	43
Abbildung 16: Gesamtes Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on) und Vergleichsunternehmen	44
Abbildung 17: Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on) und Vergleichsunternehmen	45
Abbildung 18: Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on und Extremwerte) und Vergleichsunternehmen	46

Abbildung 19: Private-Equity-Eigentümerschaft der insolvent gegangenen Unternehmen	49
Abbildung 20: Käufertyp beim Exit nach Anzahl, Beschäftigten und Umsatz in Prozent	53
Abbildung 21: Eigentümer-Gruppen der untersuchten Unter- nehmen	54
Abbildung 22: Rechtlicher Sitz der Käufer beim Exit nach Anzahl, Beschäftigten und Umsatz in Prozent	63
Abbildung 23: Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem rechtlichen Sitz	67

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Portfolio-Unternehmen des Buyout-Jahres 2013 nach Unternehmensgrößenklassen	14
Tabelle 2: Voreigentümer beim Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft im Jahr 2013	15
Tabelle 3: Branchen der im Jahr 2013 von Private-Equity-Gesellschaften erworbenen Unternehmen	16
Tabelle 4: Sample und Vergleichssample	17
Tabelle 5: Sample und Vergleichssample nach Unternehmensgrößenklassen	18
Tabelle 6: Verfügbarkeit von Umsatz-Daten für Sample und Teilsample nach Jahren	20
Tabelle 7: Anteile ausländischer Private-Equity-Gesellschaften an den Buyouts und Insolvenzen in Prozent	50
Tabelle 8: Durchschnittliche Haltezeit der Buyout-Unternehmen 2013 nach der Anzahl der Buyouts und nach der Exit-Realisierung	55
Tabelle 9: Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem Eigentümertyp	59
Tabelle 10: Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem rechtlichen Sitz	65

ZUSAMMENFASSUNG

Die Wirkung von Private-Equity-Übernahmen auf die übernommenen Unternehmen ist umstritten. Insbesondere liegen unterschiedliche Aussagen dazu vor, wie sich der Umsatz, die Beschäftigung und die finanzielle Situation der Unternehmen entwickeln. In dieser Studie werden diese Aspekte für ein Sample von 156 Unternehmen untersucht, die im Jahr 2013 in Deutschland von einer Private-Equity-Gesellschaft übernommen worden sind. Für diese Unternehmen kann gezeigt werden, wie sich die Gefahr einer Insolvenz entwickelt und welche Eigentümer die Unternehmen nach dem Ausstieg des Finanzinvestors erhalten. Für 103 Unternehmen liegen zudem Wirtschafts- und Beschäftigungsdaten ab zwei Jahren vor dem Buyout, d. h. für die Jahre 2011 bis 2017, vor. Der wirtschaftliche Verlauf dieser Unternehmen wird mit einem ebenso großen Kontrollsample an Unternehmen verglichen.

Der bisherige Forschungsstand wird erweitert, weil bislang vor allem Samples aus mehreren Ländern und aus vielen Buyout-Jahren untersucht worden sind, so dass unterschiedliche Einflussfaktoren auf die Unternehmen wirkten. Im Gegensatz hierzu wird ein Sample von Unternehmen mit dem Hauptstandort Deutschland betrachtet, die alle im gleichen Jahr veräußert wurden, d. h. sie unterlagen den gleichen makroökonomischen Bedingungen und konjunkturellen Veränderungen.

Die Untersuchung zeigt erstens, dass jede Auswertung danach unterscheiden sollte, ob die Unternehmen in eine sogenannte „Buy&Build-Strategie“ einbezogen waren. Bei dieser Strategie werden an ein „Plattform“-Unternehmen weitere Unternehmen („Add-on“) angegliedert. Die Buy&Build-Strategie ist in Deutschland nach der Finanzkrise 2008/09 als Reaktion u. a. auf hohe Kapitalzuflüsse zu den Private-Equity-Gesellschaften bedeutsamer geworden. In dieser Studie konnte gezeigt werden, dass die Plattform-Unternehmen nach dem Umsatz etwa dreimal so schnell und nach der Beschäftigung etwa doppelt so schnell wie ihre Vergleichsunternehmen bzw. wie Portfolio-Unternehmen, die nicht in diese Strategie eingebunden waren, gewachsen sind. Sofern in bisherigen Studien nicht nach dieser Strategie differenziert worden ist, kann dies erklären, warum in unterschiedliche Studien u. a. teils Beschäftigungsgewinne und teils Beschäftigungsverluste ermittelt worden sind.

Zweitens wird analysiert, dass sich bei eigenständigen Unternehmen, die nicht in eine Buy&Build-Strategie einbezogen waren, der Umsatz etwas besser als beim Kontrollsample entwickelte. Die Beschäftigung dieser eigenstän-

digen Unternehmen stagnierte in den ersten beiden Jahren nach dem Buyout, während die Kontrollunternehmen kontinuierlich Beschäftigung aufbauten. Bis zum vierten Jahr nach dem Buyout vergrößerte sich der Abstand zwischen Sample und Vergleichssample. Nach absoluten Beschäftigtenzahlen fand in den Sample-Unternehmen vor allem im ersten Jahr des Buyouts ein realer Beschäftigungsabbau statt und die Beschäftigung erreichte bis zum vierten Buyout-Jahr nicht mehr das Beschäftigungsniveau vor dem Buyout. Ähnliche Unterschiede können auch für den Personalaufwand und die Personalaufwandsquote gezeigt werden.

Drittens wird die Finanzierungssituation anhand der Eigenkapitalquote und des Netto-Zinsergebnisses untersucht. Dabei können die eigenständigen Unternehmen gemeinsam mit den Plattform-Unternehmen betrachtet werden, da beide Akquisitionstypen die finanziellen Herausforderungen gestalten müssen. Für diese Sample-Unternehmen verschlechterte sich mit dem Buyout die Eigenkapitalquote um rund drei Prozent gegenüber dem Vergleichssample und dieser Abstand weitete sich weiter bis zum vierten Jahr des Buyouts. Wurden die Unternehmen im Rahmen eines Secondary Buyouts übernommen, verschlechterte sich die Eigenkapitalquote sowohl gegenüber den First Buyouts wie auch gegenüber dem Vergleichssample. Das Netto-Zinsergebnis der Portfolio-Unternehmen sank im Buyout-Jahr und den beiden Folgejahren, während die Vergleichsunternehmen von der Niedrigzinsphase profitieren konnten. Die Insolvenzquote der Sample-Unternehmen lag doppelt so hoch wie im Durchschnitt der deutschen Unternehmen im gleichen Zeitraum.

Viertens wird in der Studie dargestellt, welche neuen Eigentümer die Unternehmen erhalten, wenn die Private-Equity-Gesellschaft aussteigt („Exit“). Dies ist ebenfalls zentral für die Bewertung von Private Equity, da das Geschäftsmodell jeweils nur auf eine temporäre Unternehmenskontrolle angelegt ist. Es ergibt sich zum einen, dass die wichtigste Käufergruppe beim Exit die Gruppe der Finanzinvestoren ist, d.h. ein gutes Drittel aller Unternehmen durchläuft einen Secondary-Buyout. Zum anderen wird ein starker Internationalisierungsschub dokumentiert. Nach dem Exit kontrollieren vor allem Erwerber aus den USA, Großbritannien und aus sonstigen europäischen Ländern die Mehrheit der Unternehmen.

Insgesamt belegt die Studie, dass die Unternehmen während der Haltezeit durch eine Private-Equity-Gesellschaft deutlichen Belastungen hinsichtlich ihrer Beschäftigung und ihrer Finanzsituation ausgesetzt sind. Der Exit bedeutet weiteren Veränderungsdruck durch die erneute Eigentümerschaft eines Finanzinvestors sowie die Verlagerung der Entscheidungsmacht.

1 EINLEITUNG

Für eine gesellschaftspolitische Bewertung des Private-Equity-Geschäftsmodells ist es zentral, wie die Wirtschafts- und Beschäftigtenentwicklung der Portfolio-Unternehmen während der Haltezeit durch Finanzinvestoren typischerweise ausfällt. Hier besteht eine ausgedehnte Literatur für einzelne Themen wie z.B. die Profitabilität, die Produktivität oder den Innovationsgrad der Portfolio-Unternehmen (vgl. die Überblicksdarstellungen bei Wood/Wright 2009, Cumming 2012 und Wright u.a. 2019a). Allerdings beruhen die meisten neueren Studien auf einem Sample von Portfolio-Unternehmen aus vielen Ländern. Dabei haben die Buyouts der Unternehmen in verschiedenen Jahren stattgefunden und erstrecken sich über einen Zeitraum von zehn bis zwanzig Jahren. Damit schließen die Beobachtungen zum einen die makroökonomischen Rahmenbedingungen unterschiedlichen Länder sowie wechselnde konjunkturelle Einflüsse ein; zum anderen werden die Veränderungen von Unternehmensstrategien sowohl auf der Seite der Portfolio-Unternehmen wie auf der Seite der Private-Equity-Gesellschaften ignoriert. Nur für die Vereinigten Staaten als dem Mutterland des PE-Geschäftsmodells waren bislang ausreichend große Samples an Portfolio-Unternehmen verfügbar, um differenzierte Analysen vorzunehmen.

Der Private-Equity-Monitor (vgl. zuletzt Scheuplein 2019) bietet mit seinem Datenbestand die Chance, eine genügend große Zahl an Portfolio-Unternehmen mit einem Buyout im gleichen Jahr in Deutschland einzubeziehen und ihre Entwicklung über mehrere Jahre hinweg und im Kontrast zu einem Sample an Vergleichsunternehmen zu verfolgen. Hier kann auf die Unternehmen zurückgegriffen werden, die im ersten Monitor anhand von Buyouts im Jahr 2013 identifiziert worden sind (Scheuplein/Teetz 2017). Da die durchschnittliche Haltezeit von Portfolio-Unternehmen in Deutschland zwischen fünf und sechs Jahren liegt, ist zum jetzigen Zeitpunkt in der Mitte des Jahres 2019 auch damit zu rechnen, dass es bei einem größeren Teil des Samples bereits zu einem Exit gekommen ist.

Im Folgenden wird zuerst die Auswahl des Samples sowie eines Vergleichssamples und das methodische Vorgehen bei der Analyse vorgestellt (2.). Anschließend wird der wirtschaftliche und finanzielle Verlauf der Portfolio-Unternehmen während der Haltezeit von Private Equity untersucht, wobei die Aspekte Wachstum, Beschäftigung und finanzielle Situation behandelt werden (3.). Schließlich wird darauf eingegangen, welche Eigentümer die Portfolio-Unternehmen bei deren Exit erwerben. Dabei wird

zunächst das Phänomen der Secondary Buyouts, d. h. der zirkulären Private-Equity-Eigentümerschaft behandelt und danach auf den Typ sowie den rechtlichen Sitz der neuen Eigentümer eingegangen (4.). Abschließend werden die Ergebnisse zusammengefasst (5.).

2 SAMPLE-AUSWAHL UND METHODISCHER ANSATZ

Als empirische Ausgangsbasis dient der Private-Equity-Monitor für das Jahr 2013 (Scheuplein 2015). Demnach waren 156 Unternehmen mit dem Hauptsitz in Deutschland in diesem Jahr durch eine Private-Equity-Gesellschaft übernommen worden¹. Für 103 Unternehmen, d.h. 66 Prozent, lag eine ausreichende Anzahl an Unternehmensdaten für die Jahre 2011 bis 2017 vor, so dass sie in die Untersuchung einbezogen werden konnten. Da die Unternehmensdaten üblicherweise für die größeren Unternehmen vorlagen, sind diese in der Studie überrepräsentiert. So konnten von den Unternehmen mit mehr als 250 Beschäftigten nur vier Unternehmen nicht erfasst werden. Von den Unternehmen ohne ausreichende Datenverfügbarkeit hatten rund zwei Drittel weniger als 100 Beschäftigten im Jahr 2013. Hier hätte allerdings auch ein erhöhter Arbeitsaufwand nur noch bei einzelnen Parametern (z.B. Bilanzsumme) zu vollständigeren Daten geführt. Durch die hohe Abdeckung der großen Unternehmen sind 92 Prozent des Beschäftigtenvolumens, die das Gesamtsample der 156 Unternehmen aufweist, in dieser Studie abgebildet.

Im nächsten Schritt werden die einbezogenen 103 Unternehmen näher charakterisiert und sie mit dem Gesamtbestand der 156 Unternehmen verglichen, die maximal in das Sample hätten übernommen werden können.

Betrachtet man die Unternehmen nach Unternehmensgrößenklassen (Tabelle 1), dann wird der Einfluss der Auswahl auf die Unternehmensgrößen deutlich. Dominierend sind mittelgroße Unternehmen mit 100 bis 500 Beschäftigten, die einen Anteil von 53 Prozent aller Unternehmen ausmachen. Immerhin ein knappes Drittel der erfassten Unternehmen hat mehr als 500 Beschäftigte. Weitere 17 Prozent der Unternehmen verfügen über weniger als 99 Beschäftigten. Damit entfällt auf diese kleinste Beschäftigtenklasse ein geringerer Anteil als in der Ausgangsdatenbasis (33 %). Dafür sind die beiden Beschäftigtenklassen der Unternehmen mit 250 bis 999 Beschäftigten in einem ähnlichen Ausmaß stärker besetzt als im Ausgangsbestand. Entsprechend fällt die durchschnittliche Beschäftigtengröße des Samples mit 649 Beschäftigten deutlich größer als der Durchschnitt aller in 2013 übernommenen Unternehmen (465 Beschäftigte).

1 Bei der ersten Veröffentlichung des Private-Equity-Monitors für das Jahr 2013 wurden 191 Unternehmen einbezogen (Scheuplein 2015). Seitdem wurden im Rahmen des Monitor-Projektes die Kriterien für einen Buyout restriktiver gezogen, insbesondere in der Abgrenzung zu Venture Capital und zu den Charakteristika der Private-Equity-Gesellschaften.

Tabelle 1

Portfolio-Unternehmen des Buyout-Jahres 2013 nach Unternehmensgrößenklassen

Beschäftigtengrößenklassen			Umsatzgrößenklassen		
Klasse	Anzahl	in %	Klasse	Anzahl	in %
1 bis 99	17	17	0 bis < 1 Mio. €	0	0
100 bis 249	30	29	1 bis < 10 Mio. €	13	13
250 bis 499	25	24	10 bis < 50 Mio. €	40	39
500 bis 999	19	18	50 bis < 100 Mio. €	19	18
1.000 bis 4.999	10	10	100 bis < 500 Mio. €	23	22
5.000 bis 9.999	2	2	> 500 Mio. €	5	5
ab 10.000	–	–	Unbekannt	3	3
Summe	103	100	Summe	103	100

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103

Diese Verteilung korrespondiert mit den Umsatzgrößen, bei denen 57 Prozent der Unternehmen im Umsatzbereich von 10 Mio. Euro bis 100 Mio. Euro angesiedelt waren. Weitere 27 Prozent der Unternehmen erreichten einen Umsatz von mehr als 100 Mio. Euro. Auch hier waren die kleineren Umsatzklassen (< 10 Mio. €) im Vergleichssample um 10 Prozentpunkte schwächer besetzt als im Vergleichssample, während die mittleren Klassen mit einem Umsatz von 10 Mio. Euro bis zu 500 Mio. Euro um zusammen 11 Prozent stärker besetzt waren.

Bezogen auf die Eigentübertypen vor der Übernahme im Jahr 2013 (Tabelle 2) waren Familien-Eigentümer (38 Unternehmen) die wichtigste Eigentümer-Gruppe, gefolgt von privaten Finanzinstituten (35 Unternehmen) sowie nicht-finanziellen Unternehmen (17 Unternehmen). Insgesamt 11 Unternehmen wurden von den Private-Equity-Gesellschaften im Zuge eines Insolvenzverfahrens erworben. Bezieht man jedoch die Größen der erworbenen Unternehmen ein, dann wird die Vorrangstellung der privaten Finanzwirtschaft deutlicher. Gemessen an der Beschäftigtenzahl (57 %) bzw. am Umsatz (55 %) der Unternehmen liegen sie klar vor dem zweitwichtigsten

Tabelle 2

Voreigentümer beim Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft im Jahr 2013

Voreigentümer	Unternehmen		Beschäftigte		Umsatz	
	Anzahl	in %	in Tsd.	in %	in Mio. €	in %
Öffentlich-rechtliche Finanzwirtschaft*	2	2	253	–	16	–
Private Finanzwirtschaft (Versicherungen, Banken, Private-Equity-Gesellschaften)	34	33	37.588	56	6.518	55
Familie	39	38	10.915	17	1.327	11
nicht-finanzielle Unternehmen	17	17	14.692	22	2.783	23
Gläubiger bzw. Insolvenzverwalter	11	11	3.429	5	1.346	11
Summe	103	100	66.877	100	11.990	100

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103

Verkäuferotyp, den nicht-finanziellen Unternehmen, die auf 22 Prozent der Beschäftigten und auf 23 Prozent des Umsatzes kamen. Die Unternehmen der Familien-Eigentümer kamen dagegen nur auf einen Anteil von 15 Prozent an den Beschäftigten und von 10 Prozent am Umsatz. Da die Private-Equity-Gesellschaften einen großen Teil der privaten Finanzinstitute ausmachen, wird bereits hier deutlich, dass nur für einen Teil des Samples das Jahr 2013 die erste Übernahme durch einen Finanzinvestor bedeutete. Da dies einen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen ausüben kann, ist es sinnvoll, die Unternehmen, bei denen bereits vor dem Jahr 2013 eine Private-Equity-Eigentümerschaft bestand, zu vergleichen mit den Unternehmen der Erst-Übernahme durch Finanzinvestoren. Dies wird in [Abschnitt 3.4](#) vorgenommen werden, wobei zu diesem Teilsample neben den Buyouts, bei denen der Verkäufer eine Private-Equity-Gesellschaft war, auch sechs Übernahmen zählen, bei denen andere Akteure der Finanzwirtschaft (Venture-Capital-Gesellschaften, öffentlich-rechtliche Private-Equity-Gesellschaften sowie Finanzdienstleister, die nur wenige Buyouts tätigen) als Verkäufer auftraten. Damit bestehen das Teilsample der Secondary Buyouts aus 33 Unternehmen und das Teilsample der First Buyouts aus 70 Unternehmen.

Unterschiede des Samples zum Gesamtbestand der 156 Unternehmen ergeben sich nur bei den Unternehmen aus Familieneigentum. Sie sind bei den ausgewählten Unternehmen um acht Prozentpunkte stärker repräsentiert, während bei ihnen die private Finanzwirtschaft um den gleichen Faktor geringer vertreten ist. Dabei lagen die Beschäftigtenzahlen von Unternehmen aus Familieneigentum im ausgewählten Sample nur mit vier Prozentpunkten über dem Wert des Gesamtbestandes und von Unternehmen der privaten Finanzwirtschaft im gleichen Maß unter diesem Wert. Die Beschäftigtenwerte der anderen Eigentübertypen zeigen gegenüber der Ausgangsgruppe kaum Abweichungen.

Tabelle 3

Branchen der im Jahr 2013 von Private-Equity-Gesellschaften erworbenen Unternehmen

Branchen	Unternehmen		Beschäftigte		Umsatz	
	Anzahl	in %	in Tsd.	in %	in Mio. €	in %
Bau/Handwerk	3	3	11.420	17	1.565	13
Fahrzeugbau	10	10	7.210	11	875	7
Handel	3	3	6.803	10	466	4
Gesundheit	4	4	6.764	10	151	1
Chemie/Kunststoff	8	8	4.780	7	1.521	13
Energie/Umwelt	2	2	4.735	7	766	6
Maschinen- und Anlagenbau	13	12	4.240	6	1.155	10
Software, IT und Internet	12	12	4.144	6	916	8
Traditionelle Industrien	13	12	3.935	6	816	7
Transport/Logistik/Touristik	8	8	3.876	6	858	7
sonstige Branchen	27	26	8.970	14	2.902	24
Summe	103	100	66.877	100	11.990	100

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103

Schließlich soll noch die sektorale Verteilung des Samples betrachtet werden. In [Tabelle 3](#) sind die zehn Branchen aufgeführt, deren Unternehmen im Jahr 2013 die meisten Beschäftigten auf sich vereinigten. Demnach entfielen auf die drei wichtigsten Branchen Bau/Handwerk, Fahrzeugbau und Handel bereits 38 Prozent der Beschäftigten. Im Vergleich mit dem Gesamtbestand an 156 Unternehmen zeigen sich kaum Unterschiede. Die genannten Branchen sind auch die wichtigsten Branchen des Gesamtbestandes und sowohl nach der Zahl der Beschäftigten als auch nach dem Umsatz ergeben sich nur Abweichungen von maximal einem Prozentpunkt. Die Branchen Fahrzeugbau, Chemie/Kunststoff und Transport/Logistik/Touristik sind nach der Zahl der Unternehmen um jeweils zwei Prozentpunkte stärker vertreten, während u. a. die Branchen Maschinen- und Anlagenbau sowie Gesundheit geringfügig schwächer vertreten sind.

Dem Sample an 103 Unternehmen wurde ein Vergleichssample von Unternehmen, die in den Jahren 2011 bis 2019 keinen Private-Equity-Eigentümer hatten, gegenübergestellt. Hierzu wurde für jedes Sample-Unternehmen ein Unternehmen mit einer gleichen oder ähnlichen sektoralen Ausrichtung sowie einer gleichen wirtschaftlichen Größe ausgewählt². Der Überblick zeigt, dass die ausgewählten Unternehmen bezogen auf das Jahr 2013 in der Summe einen fast gleichen Umsatz aufwiesen, aber eine geringere Anzahl an Beschäftigten ([Tabelle 4](#)).

[Tabelle 5](#) stellt das Sample und die Vergleichsunternehmen nach den Unternehmensgrößenklassen gegenüber. Demnach war das Sample in der Beschäftigtenklasse von 100 bis 249 Mitarbeiter schwächer besetzt (–9 Prozent-

Tabelle 4

Sample und Vergleichssample

	Unternehmen	Beschäftigte	Umsatz
Sample	103	66.877	11.990
Vergleichssample	103	56.320	11.262

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk und eigenen Recherchen;
n = 206 Unternehmen

² Für die Unternehmen lagen die Daten auf der Ebene der Wirtschaftsgruppen (Dreisteller) der Wirtschaftszweigsystematik 2008 vor. Die Zuordnung der Vergleichsunternehmen orientierte sich an diesen Gruppen und wurde zusätzlich anhand der Unternehmensprofile überprüft. Die Zuordnung nach der wirtschaftlichen Größe orientierte sich sowohl an den Beschäftigtenzahlen, als auch an den Umsatzzahlen.

punkte), aber stärker besetzt bei der Klasse der 250 bis 499 Mitarbeiter (+8 Prozentpunkte). Bei den Umsatzgrößenklassen wies das Sample mehr kleine Unternehmen (1 – 10 Mio. Umsatz) auf (+8 Prozentpunkte) und es war schwächer besetzt bei der Klasse von 100 bis 500 Mio. Euro (–11 Prozentpunkte). Dies wurde durch einen stärkeren Besatz bei der Klasse mit einem Umsatz über 500 Mio. Euro ausgeglichen (+4 Prozentpunkte). Insgesamt kommt das Vergleichssample damit dem Untersuchungssample nach den Größenordnungen der Unternehmen recht nahe.

Die Sample-Unternehmen stammen aus 15 Bundesländern, wobei die Schwerpunkte in Bayern, NRW, Baden-Württemberg, Hessen und Niedersachsen liegen und nur zehn Prozent der Unternehmen in Ostdeutschland ihren Hauptsitz haben. Die Unternehmen des Vergleichssample stammen aus zehn Bundesländern, wobei NRW etwas stärker und Bayern sowie Ostdeutschland etwas schwächer gewichtet sind als bei den Sample-Unternehmen.

Im Folgenden wird die wirtschaftliche Entwicklung für die Jahre 2011 bis 2017 nach unterschiedlichen Parametern aufgeführt. Die Jahre 2011 und 2012 wurden hinzugefügt, um die wirtschaftliche Situation vor der Übernahme abzubilden und um beurteilen zu können, ob mit der Übernahme durch

Tabelle 5

Sample und Vergleichssample nach Unternehmensgrößenklassen

Beschäftigtengrößenklassen in %				Umsatzgrößenklassen in %			
Klasse	Sample	Vergleich	Differenz	Klasse	Sample	Vergleich	Differenz
1 bis 99	17	17	0	0 bis < 1 Mio. €	0	1	–1
100 bis 249	29	38	–9	1 bis < 10 Mio. €	13	5	8
250 bis 499	24	16	8	10 bis < 50 Mio. €	39	37	2
500 bis 999	18	17	1	50 bis < 100 Mio. €	18	21	–3
1.000 bis 4.999	10	10	0	100 bis < 500 Mio. €	22	33	–11
5.000 bis 9.999	2	2	0	> 500 Mio. €	5	1	4
ab 10.000	–			Unbekannt	3	2	1
Summe	100	100	0	Summe	100	100	0

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk und eigenen Recherchen; n = 206 Unternehmen

die Private-Equity-Gesellschaften eher eine Fortsetzung oder Veränderung vorhandener Trends vollzogen wurde.

Für jeden Parameter werden nur die Unternehmen in die Analyse einbezogen, für die bereits im Jahr 2011 Daten vorliegen. Bei einem späteren Startjahr würde sich gerade ein möglicher Trendbruch im Jahr 2013 schlechter abbilden. Schließlich war zu berücksichtigen, dass die Unternehmen nach einigen Jahren aus dem Eigentum der übernehmenden Private-Equity-Gesellschaften ausscheiden. Teilweise bedeutet dies, dass für diese Unternehmen keine Daten mehr vorhanden sind, weil das Unternehmen z.B. mit einem übernehmenden Konzern verschmolzen wurde. Teilweise liegen jedoch die Daten für die wirtschaftliche Entwicklung auch nach einem Exit vor, wobei das Unternehmen auch im Rahmen eines Secondary Buyouts einen weiteren Private-Equity-Eigentümer erhalten haben kann. In diesen Fällen wird der wirtschaftliche Verlauf der Unternehmen durchgehend bis zum Jahr 2017 dokumentiert. Haben jedoch Nicht-Private-Equity-Eigentümer, d.h. ein strategischer Investor, eine Privatperson oder Aktionäre im Zuge eines Börsengangs, den Finanzinvestor abgelöst, dann wird das Unternehmen aus der Darstellung herausgenommen.

Eine besondere Schwierigkeit verursachen die Insolvenzen von Portfolio-Unternehmen. Zum einen führen diese dazu, dass nur sieben der vierzehn von Insolvenz betroffenen Firmen über einen relevanten Zeitraum Daten lieferten und in das Sample übernommen werden konnten. Von diesen sieben Unternehmen ging jedoch wiederum ein Großteil vor dem Ende des Betrachtungszeitraums in die Insolvenz, so dass für das Jahr 2017 nur noch Daten für ein bzw. zwei Unternehmen (je nach Parameter) eingeflossen sind. Aus diesem Grund sind die Daten der von einer Insolvenz betroffenen Portfolio-Unternehmen in der Darstellung klar untergewichtet.

Um einen Überblick über die daraus entstehende Datenverfügbarkeit zu geben, wird hier beispielhaft die Verfügbarkeit für den Parameter „Umsatz“ dargestellt (Tabelle 6). Demnach konnten für den Darstellungsbeginn im Jahr 2011 für das Sample 60 Unternehmen und für das Vergleichssample 52 Unternehmen einbezogen werden. Diese Anzahl an Werten blieb bis zum Jahr 2013 stabil. In den Jahren 2014 bis 2016 sinkt die Zahl der Sample-Unternehmen schrittweise und geht dann im Jahr 2017 – vor allem verursacht durch die Exits – noch einmal kräftig zurück. Dies bedeutet, dass die Unternehmenszahl bei Einbezug aller vorhandenen Daten auch nach einem Exit im Jahr 2017 noch 41 Unternehmen, d.h. 68 Prozent der Werte des Ausgangsjahres, beträgt. Werden nur die Unternehmen berücksichtigt, die noch in der Hand eines Private-Equity-Eigentümers sind, dann sinkt ihre Zahl

deutlich stärker auf nur noch 28 Unternehmen, d. h. auf 47 Prozent der Werte des Ausgangsjahres 2011.

Für jedes Sample-Unternehmen wurde ein Vergleichsunternehmen einbezogen. Scheidet das Sample-Unternehmen aus der Betrachtung aus, dann wird auch das Vergleichsunternehmen aus der Betrachtung herausgenommen. Da in Einzelfällen für ein Vergleichsunternehmen keine Daten verfügbar waren, liegt die Zahl der Vergleichsunternehmen jeweils immer auf einem leicht niedrigeren Niveau als bei den Sample-Unternehmen (vgl. [Tabelle 6](#)).

Tabelle 6

Verfügbarkeit von Umsatz-Daten für Sample und Teilsample nach Jahren

mit Daten nach Private-Equity-Exit

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sample	60	60	60	58	55	50	41
Vergleichssample	52	52	52	50	48	48	40

ohne Daten nach Nicht-Private-Equity-Eigentümer

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Sample	60	60	60	56	51	40	28
Vergleichssample	52	52	52	47	43	34	20

Quelle: Eigene Darstellung; n = 112 Unternehmen

3 WIRKUNG AUF DIE PORTFOLIO-UNTERNEHMEN

3.1 Wirkung auf das Wachstum

In der Private-Equity-Forschung gilt die Verbesserung der operativen Leistungsfähigkeit von Unternehmen nach einem Buyout als gesicherte Tatsache (Kaplan/Strömberg 2009: 133; Alperovych 2019)³. Die dauerhaften Wachstumsperspektiven des Unternehmens – gemessen in Umsatz oder Beschäftigung – scheinen dagegen weniger klar zu sein. Ein empirischer Überblick über Wachstumsprozesse muss berücksichtigen, dass sich Private-Equity-Unternehmen inzwischen eines breiten Spektrums an Restrukturierungsansätzen und Managementstrategien bedienen (Hoskisson u. a. 2013; Gompers/Kaplan/Mukharlyamov 2016; Castellaneta/Hannus/Wright 2019; Bruinning 2019), die unterschiedliche Wirkungen auf das Wachstum ausüben können. Diese Strategien unterliegen zugleich einem historischen Wandel. So weisen Boucly/Sraer/Thesmar (2011: 432 f.) darauf hin, dass das Leverage-Buyout-Modell der 1980er Jahre in den USA auf Unternehmensrestrukturierungen im Kontext von Globalisierung und Arbeitsplatzverlagerung gezielt hätte. Diese Phase sei inzwischen von vielen (Groß-)Unternehmen durchlaufen worden. Lutz/Achleitner (2009) machen darauf aufmerksam, dass sich das Private-Equity-Geschäftsmodell schrittweise auch auf Länder mit Kapitalismus-Modellen ausgebreitet hätte, in denen eine Beschäftigungsreduzierung nur als komplexer Prozess und mit hohem finanziellen Aufwand durchzusetzen sei: „Private equity firms may have more flexibility to cut employment in more shareholder value oriented cultures like the U.S. or the U.K. than in countries with a traditionally higher commitment to employees due to a more stakeholder oriented approach. This could then explain why private equity firms were found to alleviate employment growth compared to controls in countries like France, Spain or Belgium and to have a negative impact on employment in the U.S. and U.K. market.“

Vor diesem Hintergrund werden die Restrukturierungsansätze und Managementstrategien der Private-Equity-Gesellschaften in Ländern mit unterschiedlichen Finanz- und Innovationssystemen vermutlich selektiv eingesetzt. Seit etwa den 2000er Jahren – beginnend in den Vereinigten

3 Für die Darstellung der operativen Leistungsfähigkeit wurde in den Studien auf der Unternehmensebene das Betriebsergebnis verwendet und in ein Verhältnis zu den Umsätzen gesetzt. Auf der Betriebsebene wurde u. a. die Arbeitsproduktivität als Maß verwendet.

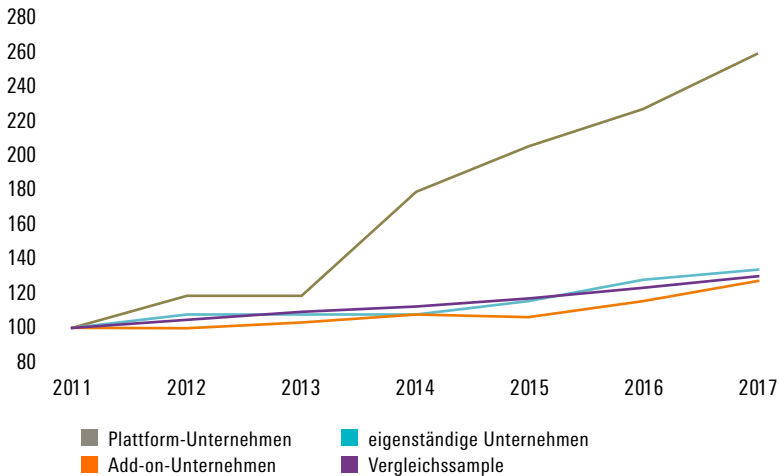
Staaten – hat sich beispielsweise die Buy&Build-Strategie etabliert. Bei dieser Strategie wird das Unternehmenswachstum durch Zukäufe vorangetrieben. Häufig dient ein größeres Unternehmen als Plattform, an das verschiedene kleinere Unternehmen (Add-ons) angeschlossen werden (Smit 2001). Dieser Ansatz hat inzwischen auch in Deutschland – und in ganz Europa – erheblich an Bedeutung gewonnen (Hoffmann 2008; Borell/Heger 2013; BCG/HHL 2016; Hammer/Hinrichs/Schweizer 2016; Hammer u. a. 2017). Die Buy&Build-Strategie eignet sich z. B. in Sektoren bzw. in Ländern, in denen sich ein Gelegenheitsfenster für eine Marktkonsolidierung öffnet. Hier können Finanzinvestoren ggf. unabhängiger und schneller als die angestammten Marktteilnehmer handeln, wenn eine neue Technologie eingeführt wird oder eine veränderte Regulierung bislang geschützte Bereiche erstmals für den Zugriff von Marktteilnehmern öffnet. Die in Deutschland zu beobachtende Zunahme an Buy&Build-Strategien ist mit derartigen neuen Möglichkeiten verknüpft: So ist die Zahl der Buyouts in Deutschland in den Jahren 2017 und 2018 vor allem im Gesundheitssektor angestiegen, nachdem dort neue Möglichkeiten zur Übernahme medizinischer Einrichtungen durch nicht-ärztliche Investoren zugelassen worden waren. Die ganz überwiegende Zahl der Buyouts in diesem Sektor war in eine entsprechende Buy&Build-Strategie integriert.

Da bei einer Buy&Build-Strategie das Umsatz- oder Beschäftigtenwachstum in den übernehmenden Unternehmen geradezu zwangsläufig ansteigt, ist es sinnvoll, bei der empirischen Betrachtung nach dem Akquisitionstyp die Plattform-Unternehmen, die Add-on-Unternehmen und die eigenständigen Unternehmen, die nicht in diese Strategie eingebunden sind, zu unterscheiden. Diese Differenzierung wird im Folgenden anhand der beiden Parameter Wachstum und Bilanzsumme für die 103 Sample-Unternehmen vorgenommen, um die Relevanz der Buy&Build-Strategie aufzuzeigen.

Wie [Abbildung 1](#) zeigt, lag bei den Vergleichsunternehmen ein sehr regelmäßiges Umsatzwachstum von 5 Indexpunkten pro Jahr vor; sie erreichten bis zum Jahr 2017 einen Wert von 130 Indexpunkten. Demgegenüber entwickelten sich die Plattform-Unternehmen bereits im Jahr vor dem Buyout sehr positiv (plus 19 Indexpunkte). Im Buyout-Jahr 2013 verharrten sie bei diesem Wert, um dann im Jahr 2014 einen großen Umsatzsprung auf 179 Indexpunkte zu machen. In den weiteren drei Jahren bis zum Jahr 2017 realisierten sie dann ein Wachstum von 27 Indexpunkten pro Jahr, das weit über der Wachstumsrate der Vergleichsunternehmen liegt.

Bei den Add-on-Unternehmen verharrte der Umsatz bis zum Jahr 2013 auf dem fast gleichen Wert. In den folgenden Jahren bis 2017 wuchs der

Abbildung 1

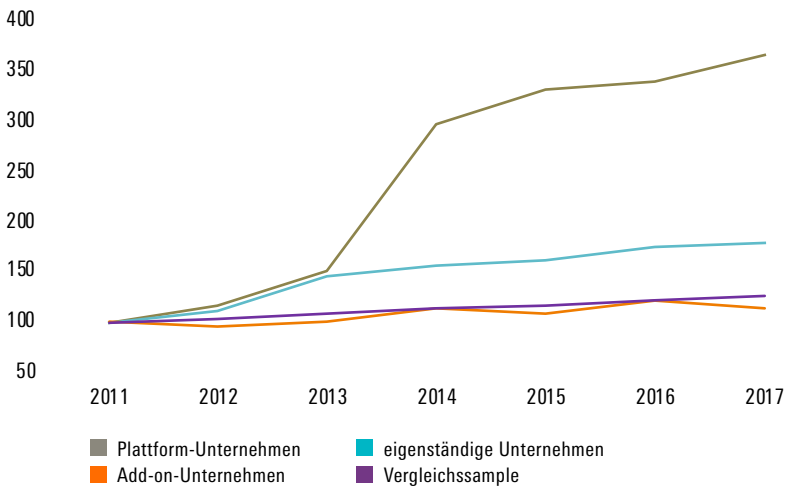
Umsatz nach dem Akquisitionstyp (2011 = 100)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 10 Plattform-Unternehmen, n = 8 Add-on-Unternehmen, n = 42 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 52 Unternehmen

Umsatz um insgesamt 25 Indexpunkte, allerdings zeigte sich im Jahr 2015 noch eine Wachstumsdelle (minus 3 Indexpunkte) und das Gesamtergebnis (127 Indexpunkte) blieb unter dem des Vergleichssamples. Die eigenständigen Unternehmen waren zunächst im Jahr 2012 auf Wachstumskurs (plus 8 Indexpunkte). In den folgenden beiden Jahren stagnierte der Umsatz (109 Indexpunkte im Jahr 2014) und wuchs danach mit 9 Indexpunkten pro Jahr etwas schneller als das Vergleichssample. Im Schlussjahr 2017 lagen die eigenständigen Unternehmen (134 Indexpunkte) somit geringfügig über dem Vergleichssample.

Als zweites Kriterium für das Unternehmenswachstum wird die Bilanzsumme berücksichtigt. Dabei ist zu bedenken, dass ein etwaiges Bilanzwachstum auch durch das erhöhte Fremdkapital auf der Passivseite der Bilanz getrieben worden sein kann. Die Unternehmen des Vergleichssamples zeigten ab dem Jahr 2011 ein konstantes Wachstum von durchschnittlich 4,5 Indexpunkten und erreichten im Jahr 2017 einen Wert von 127 Indexpunkten (Abbildung 2).

Abbildung 2

Bilanzsumme nach dem Akquisitionstyp (2011 = 100)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 11 Plattform-Unternehmen, n = 12 Add-on-Unternehmen, n = 51 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 72 Unternehmen

Dagegen verhielten sich die drei Akquisitionstypen wiederum sehr unterschiedlich. Die Plattform-Unternehmen machten bereits im Buyout-Jahr 2013 einen Sprung auf einen Wert von 151 Indexpunkten und verdoppelten diesen Wert dann im ersten Buyout-Jahr auf fast 300 Indexpunkte. Mit einer Wachstumsrate von 23 pro Jahr, die deutlich über den Raten des Vergleichssamples liegt, wuchsen die Plattform-Unternehmen in den kommenden drei Jahren weiter und erreichten 2017 einen Wert von 367 Indexpunkten.

Bei den Add-On-Unternehmen sank dagegen die Bilanzsumme bereits im Jahr 2012, d. h. vor dem Buyout, und entwickelte sich auch ab dem Buyout-Jahr unterdurchschnittlich gegenüber dem Vergleichssample. Bei den eigenständigen Unternehmen erhöhte sich die Bilanzsumme bereits im Jahr 2012. Im Jahr 2013 stieg die Summe auf 147 Indexpunkte und mit 35 Indexpunkten exakt ebenso stark wie diejenige der Plattform-Unternehmen. In den folgenden vier Jahren erhöhte sich die Bilanzsumme durchschnittlich mit rund 8 Indexpunkten pro Jahr und erreichte 2017 einen Wert von 180 Indexpunkten.

Insgesamt lag das Wachstum der Portfolio-Unternehmen gemessen am Umsatz und der Bilanzsumme in den Jahren der Private-Equity-Eigentümerschaft deutlich über demjenigen des Vergleichssamples. Dieser Vorsprung fand sich jedoch vor allem bei den Plattform-Unternehmen, so dass das Wachstum vor allem auf die Zukäufe anderer Unternehmen zurückzuführen ist. Da die Wachstumsdynamik der drei Akquisitionstypen derart unterschiedlich ausfällt, ist diese Differenzierung bei der Betrachtung von allen wirtschaftlichen und finanziellen Parametern im Blick zu behalten.

3.2 Wirkung auf die Beschäftigung

Einer der umstrittensten Wirkungsbereiche von Private Equity ist die Entwicklung der Beschäftigtenzahlen in den übernommenen Unternehmen. Bereits in den 1980er Jahren wurde angesichts der Leveraged-Buyout-Welle in den Vereinigten Staaten eine Belastung der Beschäftigten vermutet (Lowenstein 1985, Shleifer/Summers 1988). Mit dem Private-Equity-Boom in (Kontinental-)Europa nach dem Jahr 2000 mehrten sich auch hier entsprechende kritische Stimmen insbesondere aus der Gewerkschaftsbewegung (ITUC 2007, Watt 2008). Dies hat sich auch in der deutschen gewerkschaftlichen Diskussion niedergeschlagen (Kamp/Krieger 2005; Huffs Schmid/Köppen/Rhode 2007). Dem haben die Lobbyverbände der Private-Equity-Industrie und hiervon inspirierte Beiträge ihre positivere Sichtweise gegenübergestellt (Achleitner/Klößner 2005; Shapiro/Pham 2008; ASCRI 2018).

Die zunächst spärlichen empirischen Arbeiten zu Beschäftigungseffekten in Private-Equity-Unternehmen haben etwa seit dem Jahr 2005 deutlich zugenommen und sind in den Beiträgen von Strömberg (2009), Lutz/Achleitner (2009), Tåg (2012), Appelbaum/Batt (2014: 195–200) und Amess (2019) zusammengestellt. Dabei werden Studien mit unterschiedlichen methodischen Ansätzen ausgewertet, wobei vor allem Beschäftigungsdaten aus vorhandenen Unternehmensdaten oder aus Umfragen gewonnen werden und meist an einem Kontroll-Sample von nicht-Private-Equity-geführten Unternehmen gemessen. Über eine Reduktion der Beschäftigung verglichen mit einem Kontroll-Sample wird in den Studien von Kaplan (1989), Muscarella/Vetsuypens (1990), Wright/Thompson/Robbie (1992: 64), Cressy/Munari/Malipiero (2011) und Goergen/O’Sullivan/Wood (2014) berichtet. Daneben sind insbesondere die Arbeiten von Davis u. a. (2011, 2014, 2019) hervorzuheben, in denen die bislang größten Datensätze zu den US-amerikanischen Portfolio-Unternehmen untersucht wurden. So wurde für ein Sample von 3.200 US-

amerikanischen Firmen gezeigt, dass die Beschäftigung – jeweils im Vergleich zu einer Kontrollgruppe – in den ersten zwei Jahren nach dem Buyout um 3,2 Prozent und in fünf Jahren nach dem Buyout um insgesamt 6,4 Prozent abgenommen hat (Davis u. a. 2011: 17; vgl. 2014: 3971 f.). In einer aktuellen Arbeit von Cohn/Nestoriak/Wardlaw (2019: 36) bestätigten sich diese Ergebnisse. Schließlich ist die Arbeit von Antoni/Maug/Obernberger (2019) von besonderem Interesse, in der die Methodik von Davis u. a. (2014) auf den deutschen Kontext angewandt wurde. Dabei beobachteten die Autoren für 511 Buyouts von deutschen Unternehmen im Zeitraum von 2002–2008 einen Beschäftigungsverlust auf Betriebsebene von 8,9 Prozent in den fünf Jahren nach dem Buyout im Vergleich zur Kontrollgruppe (ebd. 640).

In weiteren Studien von Lichtenberg/Siegel (1990: 186 f.), Olsson/Tåg (2017) und Antoni/Maug/Obernberger (2019) wird die Arbeitsplatzreduktion für bestimmte Beschäftigtensegmente diskutiert. Positive Beschäftigungsentwicklungen von Portfolio-Unternehmen im Vergleich zu einer Kontrollgruppe erkennt bislang nur die Studie von Boucly/Sraer/Thesmar (2011) anhand eines Samples französischer Unternehmen. Schließlich diagnostiziert eine Gruppe von Studien komplexe Wirkungen und vermeidet eine klare Wertung zur Beschäftigungsentwicklung (Amess/Wright 2007: 14; Bergström/Grubb/Jonsson 2007; Bacon/Hoque/Wright 2019; vgl. auch Kaplan 1989: 241)⁴.

Die eindeutige Mehrheit der Studien belegt somit einen deutlichen Abbau von Arbeitsplätzen nach dem Buyout. Das stattdessen in mehreren Literaturauswertungen die Unübersichtlichkeit der Forschungslage betont wird (vgl. etwa Strömberg 2009: 12), steht hierzu im Kontrast⁵. Soweit tatsächlich divergente Resultate vorliegen, könnten diese zum einen aus unterschiedlichen methodischen Ansätzen in Bezug auf die Branchenzusammensetzung, den Beobachtungszeitraum und die Auswahl von Vergleichssampeln folgen. Zum anderen beziehen sich Studien, die eine mehrdeutige bzw. eher positive Beschäftigungsentwicklung konstatieren auf empirische Daten nach dem Jahr 2000. Hier macht sich der im vorherigen Abschnitt angesprochene historische Wandel von Restrukturierungsstrategien geltend und es wäre erneut auf die Bedeutung der Buy&Build-Strategie in den jeweiligen empirischen

4 Hierzu zählen mehrere Studien des Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) an der Imperial College Business School, die sich auf den gleichen Datensatz beziehen.

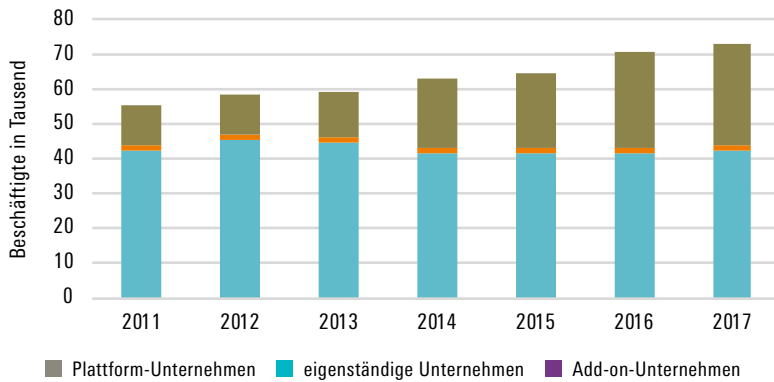
5 Zum Beispiel werden in dem einflussreichen Überblicksartikel von Lutz/Achleitner (2009) drei oben nicht aufgeführte Studien genannt, die positive Beschäftigungseffekte ermittelten. Davon behandeln zwei Studien (Achleitner/Klöckner 2005; ASCRI 2009) jedoch Venture Capital gemeinsam mit Buyouts. Eine dritte Studie (Valentin Toubeau: Private Equity Firms in Belgium – Value Creators or Locusts? 2006) scheint nicht publiziert worden zu sein und ist auch gegenwärtig nicht verfügbar.

Samples zu achten. Dass der Akquisitionstyp auch für die Veränderung der Beschäftigtenzahl in Portfolio-Unternehmen von großer Bedeutung ist, haben Davis u. a. (2019: 21) in Bezug auf die USA gezeigt. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Beschäftigung in allen Unternehmen zwei Jahre nach dem Buyout zwar nur um 1,4 Prozent gegenüber einer Kontrollgruppe gesunken ist. Werden jedoch die Unternehmen mit Akquisitionen nach dem Buyout ausgeblendet und nur die Unternehmen mit einem organischen Wachstum betrachtet, dann fiel die Beschäftigung um 4,4 Prozent. Dies legt nahe, dass die Beschäftigungsentwicklung von Portfolio-Unternehmen auch in den koordinierten Ökonomien des kontinentaleuropäischen Typs und anhand des veränderten makroökonomischen Umfeldes nach der Weltfinanzkrise 2008/09 untersucht werden sollte.

Hierzu wird in einem ersten Schritt die absolute Beschäftigtenzahl aller 103 Unternehmen innerhalb des Zeitraums von 2011 bis 2017 dargestellt. Dabei handelt es sich überwiegend um die Beschäftigten in den deutschen Standorten. Nur wenn diese in einigen Fällen nicht isoliert ermittelt werden konnten, musste auf die weltweite Beschäftigung zurückgegriffen werden. Um die Veränderung der Gesamtbeschäftigung nachzuvollziehen, werden die Zeitreihen der einzelnen Unternehmen bis zum Jahr 2017 weitergeführt, auch wenn vorher ein Exit erfolgte. Im Falle einer Insolvenz wird die Beschäftigung auf null gesetzt, soweit keine anderen Informationen über eine Fortführung des Unternehmens vorliegen. Sofern für Unternehmen keine Beschäftigtendaten über die beiden Jahre vor dem Buyout bzw. über das Buyout-Jahr 2013 existierten, weil es sich z.B. um Abspaltungen aus Konzernen handelte, wurden diese nicht in die Betrachtung aufgenommen. Insgesamt konnten damit 77 Unternehmen mit einer durchgehenden Zeitreihe von 2011 bis 2017 berücksichtigt werden ([Abbildung 3](#)).

Die Beschäftigung in diesen 77 Unternehmen betrug im Jahr 2011 55 Tausend und ist seitdem recht kontinuierlich auf 73 Tausend Beschäftigte angestiegen. Nur im Jahr 2013 scheint die Beschäftigung auf dem gleichen Niveau zu verharren. Die [Abbildung 3](#) berücksichtigt zugleich die Differenzierungen der Buy-and-Build-Strategie, d.h. es werden nach dem Akquisitionstyp die Plattform-Unternehmen (13), die Add-On-Unternehmen (9) und die eigenständigen Unternehmen (55), die nicht von dieser Strategie betroffen sind, unterschieden. Demnach wuchsen vor allem die Plattform-Unternehmen von 12,9 Tausend Beschäftigten im Jahr 2013 auf 29 Tausend Beschäftigte im Jahr 2017 an. Hatten diese Unternehmen im Buyout-Jahr einen Anteil von 22 Prozent an der Gesamtbeschäftigung, so stieg dieser Anteil auf 40 Prozent bis zum Jahr 2017 an.

Abbildung 3

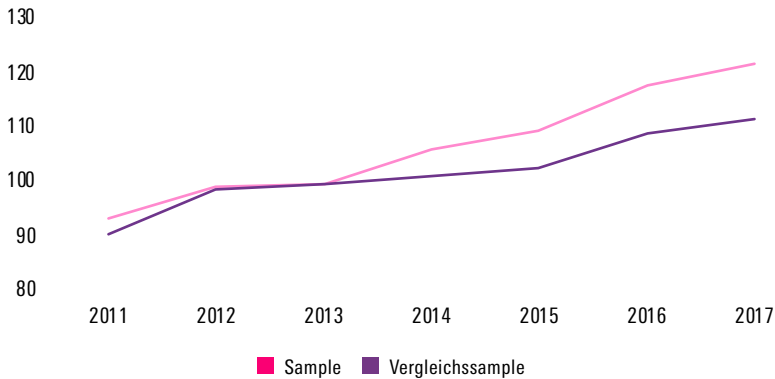
Beschäftigte in den Portfolio-Unternehmen nach dem Akquisitionstyp

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 77 Unternehmen

Im nächsten Schritt wird die Beschäftigtenentwicklung des Samples konfrontiert mit einem Vergleichssample an Unternehmen, die keine Private-Equity-Eigentümer haben. Für beide Samples wird die Entwicklung indexiert mit dem Basisjahr 2013 dargestellt ([Abbildung 4](#)). Demnach entwickelte sich das Sample vom Jahr 2011 zum Jahr 2012 leicht unterdurchschnittlich gegenüber dem Vergleichssample. Im Übergang zum Buyout-Jahr 2013 stagnierten beide Werte, aber danach setzte sich das Sample deutlich und kontinuierlich vom Vergleichssample nach oben ab. Bis zum Jahr 2017 erreichte das Sample einen Indexwert von 122 und das Vergleichssample einen Indexwert von nur 112.

In [Abbildung 5](#) wird das Sample dann nach den oben eingeführten drei Akquisitionstypen dekomponiert. Während sich alle drei Teilgruppen in den beiden Jahren von 2011 bis 2013 noch ähnlich entwickelten – wobei die eigenständigen Unternehmen dem Vergleichssample am nächsten kamen –, trennten sich ihre Wege danach. Die Plattform-Unternehmen machten bereits im ersten Buyout-Jahr einen Sprung auf 150 Indexpunkte – offensichtlich wurde für sie zügig eine Reihe von Akquisitionen getätigt. Danach wuchsen sie kontinuierlich weiter bis auf 206 Indexpunkte im Jahr 2017. Bei den Add-On-Unternehmen blieb die Beschäftigung im ersten Buyout-Jahr konstant, danach sank sie jedoch schrittweise ab und erreichte im Jahr 2017

Abbildung 4

Gesamtbeschäftigung der Unternehmen (2013 = 100)

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 77 Unternehmen; Vergleichssample: n = 77 Unternehmen

noch 82 Indexpunkte. Die Beschäftigung in den eigenständigen Unternehmen reduzierte sich bereits im ersten Buyout-Jahr deutlich auf 94 Indexpunkte und verharrte dann auf etwa diesem Niveau bis zum Jahr 2017.

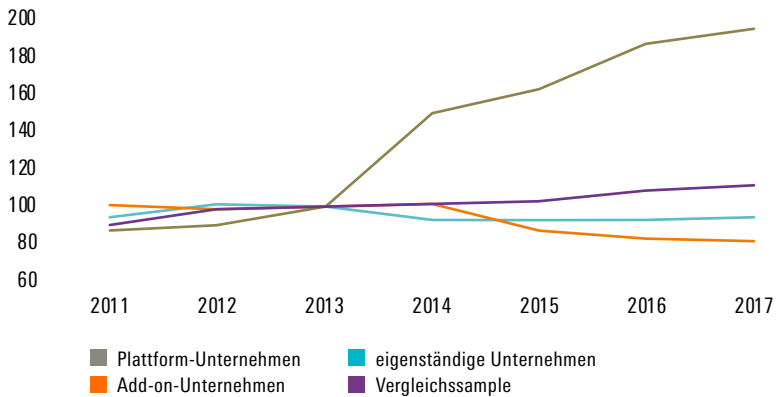
Während die Beschäftigtenentwicklung der Plattform-Unternehmen erheblich dynamischer als die Entwicklung des Vergleichssamples ausfiel, unterschritten die Add-on- und die eigenständigen Unternehmen die positive Entwicklung des Vergleichssamples. Die zeitliche Verzögerung bis zur Absenkung der Beschäftigung bei den Add-on-Unternehmen erscheint plausibel, da sie vermutlich Teil eines größeren Akquisitions- und Integrationsprozesses waren.

Aufgrund der unterschiedlichen Beschäftigungsentwicklungen der Akquisitionstypen sind nur die eigenständigen Unternehmen geeignet, um den Einfluss von Private Equity auf das Unternehmen im Vergleich mit Unternehmen anderer Eigentübertypen zu analysieren. Selbst wenn man Vergleichsunternehmen fände, in denen eine Merger&Acquisitions-Strategie angewandt würde, könnte vorab über deren Tempo und Ausmaß wenig ausgesagt werden.

Daher wird im nächsten Schritt die Beschäftigungsentwicklung in den 55 eigenständigen Unternehmen im Kontrast zu den entsprechenden 55 Vergleichsunternehmen betrachtet. Demnach verlief die Beschäftigtenentwick-

Abbildung 5

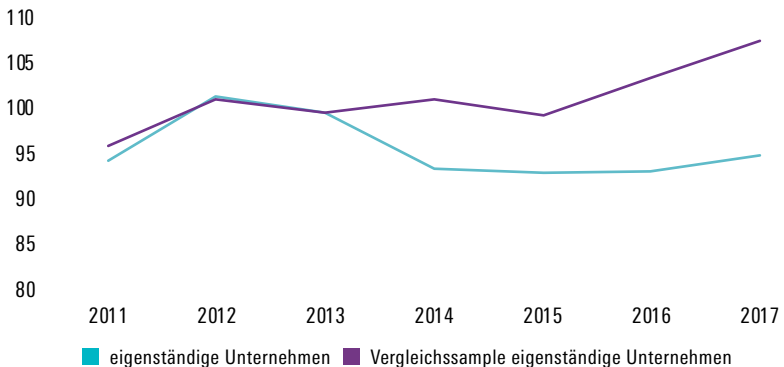
Gesamtbeschäftigung nach dem Akquisitionstyp (2013 = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; n = 13 Plattform-Unternehmen, n = 9 Add-on-Unternehmen, n = 55 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 77 Unternehmen

Abbildung 6

Gesamtbeschäftigung in den selbständigen Unternehmen (2013 = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 55 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 55 Unternehmen

lung in beiden Samples in den Jahren 2011 bis 2013 fast synchron ([Abbildung 6](#)).

Bei den eigenständigen Unternehmen kam es im ersten Buyout-Jahr zu dem bereits oben erwähnten Einbruch auf 94 Indexpunkte. Demgegenüber machten die Vergleichsunternehmen in den Jahren 2014 und 2015 eine Seitwärtsbewegung und zeigten in den beiden Folgejahren einen Aufwärtstrend bis auf 108 Indexpunkte. Zum Ende des Betrachtungszeitraums lagen beide Teilgruppen knapp 13 Indexpunkte auseinander. Ausgedrückt in Prozentpunkten relativ zur Kontrollgruppe verringerte sich die Beschäftigung der eigenständigen Unternehmen in den ersten zwei Jahren (2013–2015) nach dem Buyout um ein Minus von 6,2 Prozent und in den ersten vier Jahren (2013–2017) nach dem Buyout um ein Minus von 12,8 Prozent. Für das Beschäftigungsvolumen der Unternehmen, die nicht Teil einer Buy-and-Build-Strategie nach einem Buyout geworden sind, hat sich somit eine Reduktion nach dem Buyout ergeben, die für das entsprechende Sample der Vergleichsunternehmen nicht feststellbar ist.

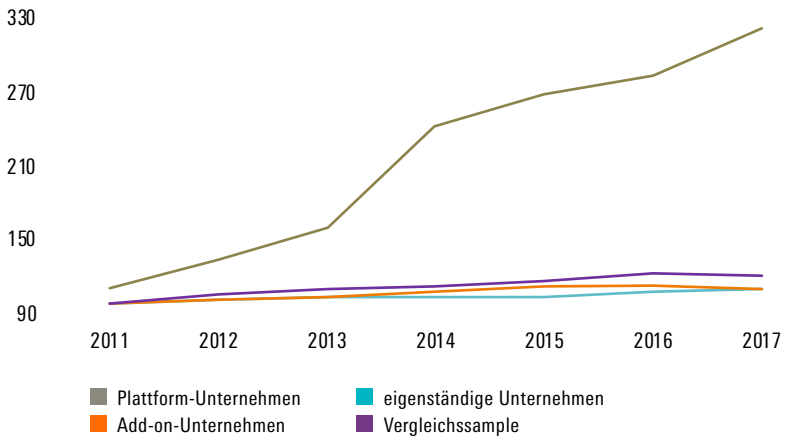
Bei der bisherigen Betrachtung der Beschäftigung wurde zuerst das Beschäftigungsvolumen aller Unternehmen addiert und anschließend indiziert. Hierdurch haben beschäftigungsstarke Unternehmen einen größeren Einfluss auf die Entwicklung. Im nächsten Schritt werden zunächst der Index für jedes einzelne Unternehmen gebildet und die Indizes anschließend aggregiert, so dass jedes Unternehmen den gleichen Einfluss auf die Darstellung der Beschäftigungsentwicklung erlangt. Zugleich wurden Unternehmen ab dem Jahr, in dem sie bei einem Exit an Nicht-Finanzinvestoren gegeben wurden, aus der Darstellung herausgenommen.

Auch bei dieser Darstellung entwickelten sich das gesamte Sample und das Vergleichssample von 2011 bis 2013 fast identisch und danach wuchs das Sample wieder deutlich schneller als das Vergleichssample ([Abbildung 7](#)). Werden die Unternehmen wieder nach den drei Akquisitionstypen disaggregiert, dann zeigt sich wiederum die Trennung zwischen den Plattform-Unternehmen und den anderen beiden Akquisitionstypen. Während das Wachstum der Plattform-Unternehmen sich hier noch stärker abzeichnet, liegen die Werte der Add-on-Unternehmen und der eigenständigen Unternehmen in der gleichen Weise wieder unterhalb der Entwicklung ihrer jeweiligen Vergleichssamples.

Die Add-on-Unternehmen entwickelten sich im ersten Buyout-Jahr noch positiv, um in den Folgejahren erst zu stagnieren und dann leicht an Beschäftigung zu verlieren. Die Entwicklung der eigenständigen Unternehmen wird in [Abbildung 8](#) mit einem Sample an geeigneten Vergleichsunternehmen

Abbildung 7

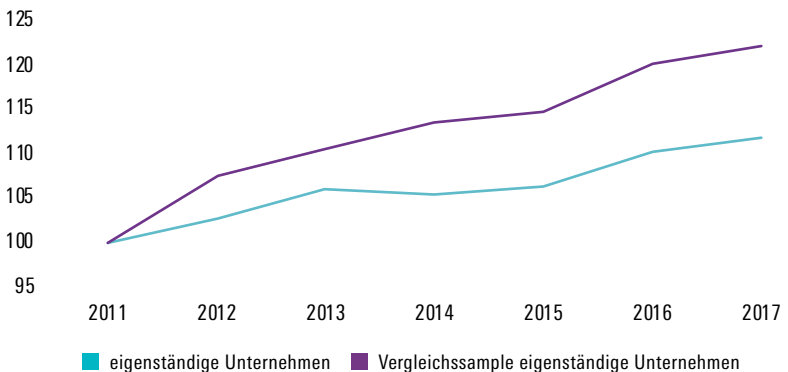
Beschäftigte nach dem Akquisitionstyp (2011 = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 9 Plattform-Unternehmen, n = 7 Add-on-Unternehmen, n = 47 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 60 Unternehmen

Abbildung 8

Beschäftigte in den selbständigen Unternehmen (2011 = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: n = 47 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 46 Unternehmen

dargestellt. Auch hier ist die Entwicklung im Jahr 2013 noch identisch, d. h. beide Teilgruppen wachsen um etwa drei Indexpunkte. Danach fiel das Sample der eigenständigen Unternehmen um einen Punkt und wuchs erst wieder in den Jahren 2016 und 2017; der Wert im Jahr 2017 betrug 111 Indexpunkte. Dagegen stieg die Beschäftigung des Vergleichssamples nach dem Jahr 2013 kontinuierlich mit knapp drei Indexpunkten pro Jahr und erreichte im Jahr 2017 122 Indexpunkte.

Dass der Einbruch der Sample-Unternehmen im Jahr 2014 nicht stärker ausfiel, liegt vor allem an einigen kleineren Hochtechnologie-Unternehmen, die eine gleichmäßige Wachstumskurve zeigten. Als Vergleichsmöglichkeit kann am ehesten die Studie von Davis u. a. (2014) herangezogen werden, in denen die Betriebsstätten mit organischem Wachstum separat betrachtet werden. Dort fällt die Verringerung der Beschäftigung in den ersten zwei Jahren nach dem Buyout mit einem Minus von 2,2 Prozent im Vergleich zu einem Kontrollsamples geringer aus (ebd. 3978). Dagegen liegt in dieser Studie das Minus der Beschäftigten in den selbständigen Unternehmen in den ersten zwei Jahren nach dem Buyout (2013 bis 2015) mit 3,8 Indexpunkten deutlich höher.

3.3 Wirkung auf die Personalkosten

Wenn Private Equity den Druck auf die Beschäftigtenzahl in den Unternehmen erhöht, dann wäre es zu erwarten, dass dies auch bei der Entlohnung geschieht. Dieser Vermutung sind bislang weniger Untersuchungen als im Falle der Beschäftigungshöhe nachgegangen (Amess 2019). Lichtenberg/Siegel (1990: 186 f.) stellten in den zwei Jahren nach dem Buyout eine Verringerung der jährlichen Vergütung für die nicht-gewerblichen Beschäftigten fest, aber eine Erhöhung für die gewerbliche Beschäftigung. Amess/Wright (2007) gingen in ihrer Untersuchung einen Schritt weiter und konnten die Beschäftigungsentwicklung und die Lohnentwicklung analytisch trennen. Sie fanden ein um 0,53 Prozent geringeres Lohnwachstum von PE-geführten Firmen im Vergleich zu nicht-PE-geführten Firmen (ebd. 191). Davis u. a. (2019: 24) berichten von einer statistisch insignifikanten Verringerung des Durchschnittsverdienstes der Arbeitnehmer von -0,3 Prozent im Vergleich zu einer Kontrollgruppe. Antoni/Maug/Obernberger (2019: 642) ermittelten auf der Ebene der Betriebsstätten in einem Zeitraum von fünf Jahren nach dem Buyout einen Rückgang des Personalaufwandes von 7,8 Prozent, der jedoch vorwiegend aus der Absenkung der Beschäftigung zu erklären sei. Auf der Ebene

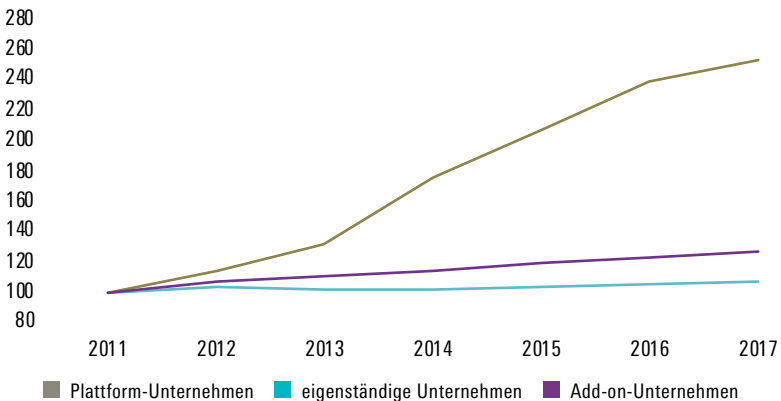
von individuellen Arbeitnehmern analysieren sie einen Rückgang des Medianlohnes von 2,8 Prozent im Fünf-Jahres-Zeitraum (ebd. 644).

In dieser Studie kann zunächst die Entwicklung des Personalaufwandes auf Unternehmensebene als empirische Basis herangezogen werden. Im Personalaufwand bilden sich dabei sowohl die Veränderungen der Beschäftigtengröße, als auch die Veränderungen der Lohnhöhen ab. Der Personalaufwand aller Unternehmen wurde parallel zum Vorgehen bei der Beschäftigung aggregiert und indexiert, wobei das Basisjahr 2011 gewählt wurde. Bei dieser Darstellung haben die größeren Unternehmen wieder einen bestimmenden Einfluss und die Akquisitionen weiterer Unternehmen wirken sich als Erhöhung des Personalaufwandes aus.

Bei einer Disaggregation nach dem Akquisitionstyp (Abbildung 9) zeigt sich bei den Plattform-Unternehmen – ähnlich wie bei der Beschäftigungsentwicklung – ein starker Anstieg ab dem Jahr 2013. Bis zum Jahr 2017 erreichten die Plattformunternehmen 253 Indexpunkte und setzten sich damit deutlich von den anderen beiden Akquisitionstypen und vom Typen-übergreifenden Vergleichssample ab. Die Add-on-Unternehmen zeigten eine moderate Aufwärtsentwicklung. Da jedoch nur wenige Daten zum Personalaufwand vorliegen, werden diese nicht in der Abbildung aufgeführt.

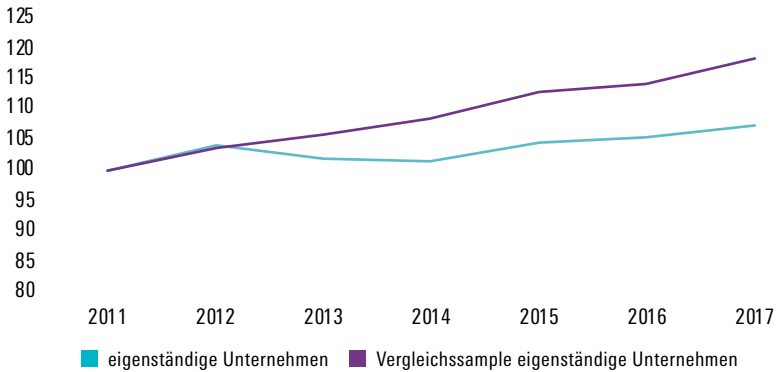
Abbildung 9

Personalaufwand nach dem Akquisitionstyp (2011 = 100)



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; n = 11 Plattform-Unternehmen, n = 49 eigenständige Unternehmen; Vergleichssample: n = 62 Unternehmen.

Abbildung 10

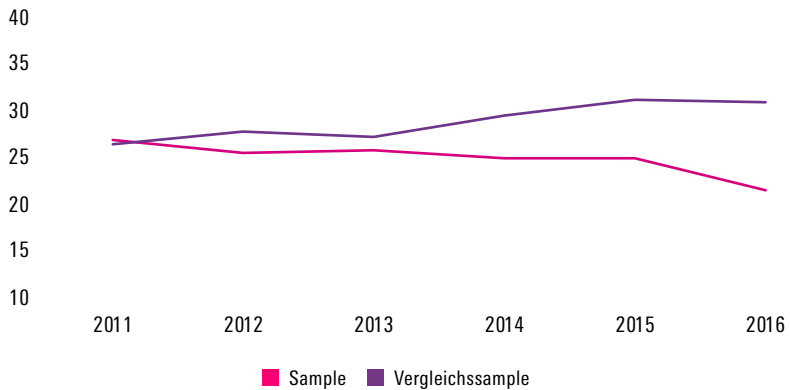
Personalaufwand der selbständigen Unternehmen (2011 = 100)

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: 49 Unternehmen, Vergleichssample: 47 Unternehmen

Die eigenständigen Unternehmen entwickelten sich im ersten Betrachtungsjahr von 2011 zu 2012 im Gleichklang mit dem zugehörigen Vergleichssample (Abbildung 10). Danach stieg der Personalaufwand der Vergleichsunternehmen kontinuierlich um knapp drei Indexpunkte pro Jahr und erreichte im Jahr 2017 118 Indexpunkte. Dagegen fiel der Personalaufwand der eigenständigen Unternehmen im Jahr 2013 leicht um 2 Indexpunkte, verharrte dort im folgenden Jahr und stieg in den verbleibenden drei Jahren um insgesamt 5 Indexpunkte auf einen Wert von 107 Indexpunkten. Im Vergleich zur Kontrollgruppe verringerte sich damit der Personalaufwand der eigenständigen Unternehmen in den ersten zwei Jahren nach dem Buyout (2013–2015) um ein Minus von 8,5 Prozent und in den ersten vier Jahren nach dem Buyout (2013–2017) um ein Minus von 15,0 Prozent.

Eine weitere Analysemöglichkeit bietet die Personalaufwendungsquote, die den Aufwand in ein Verhältnis zum Umsatz des Unternehmens setzt. Dieser Parameter ist sehr branchenreagibel, aber auch hier kann der Verlauf den Stellenwert der Mitarbeiter im Kostengefüge des Unternehmens anzeigen. Allerdings waren die Daten zur Personalaufwendungsquote besonders unvollständig. Die Daten wurden vollständig der Unternehmensdatenbank DAFNE entnommen, wobei auf eine eigene Berechnung aus den Umsatz- und Personalaufwendungs-Daten verzichtet wurde. Da sich die Datengrund-

Abbildung 11

Personalaufwandsquote der Sample-Unternehmen

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: 23 Unternehmen, Vergleichssample: 20 Unternehmen

lage für das Jahr 2017 – vor allem aufgrund der Exits – dann noch weiter einschränkte, endet die Zeitreihe mit dem Jahr 2016. Auf diesem Wege können die Personalaufwandsquoten für 23 Sample-Unternehmen präsentiert werden (Abbildung 11).

Die Unternehmen des Samples und des Vergleichssamples wiesen im Jahr 2011 eine identische Personalaufwandsquote von 27 Prozent auf. Diese sank bei den Sample-Unternehmen bereits vor dem Buyout um einen Punkt auf 26 Prozent. Sie stagnierte im Jahr 2013; danach verringerte sie sich im Folgejahr 2014 auf 25 Prozent. Im Jahr 2016 fiel die Personalaufwandsquote dann um drei Punkte auf 22 Prozent ab. Demgegenüber zog die Personalaufwandsquote in den Vergleichsunternehmen nach dem Jahr 2013 an und erreichte in den Jahren 2015 und 2016 rund 31 Prozent. Ein Vergleich der Ergebnisse mit den Studien von Davis u. a. (2014) und Antoni/Maug/Obernberger (2019) wird aufgrund der hier gewählten Betrachtungsebene (Unternehmen) bzw. des Buyout-Typs (eigenständige Unternehmen) nicht vorgenommen.

Trotz aller methodischen Einschränkungen aufgrund der begrenzten Anzahl an Sample-Unternehmen zeigen die hier vorgelegten empirischen Daten eher eine Senkung des Personalaufwandes und der Personalaufwandsquote

an. Diese Senkung kann durch einen stärkeren Druck auf die Lohnsituation der Beschäftigten ausgelöst worden sein, der Einfluss weiterer Faktoren ist jedoch ebenso möglich.

3.4 Wirkung auf die Finanzsituation

Private-Equity-Übernahmen wurden bereits während ihrer Entstehungszeit in den 1980er Jahren mit einem hohen Fremdkapitalanteil finanziert und dies wurde häufig als eines ihrer Erfolgsmerkmale angesehen (Jensen 1986). Die finanzielle Belastung der Portfolio-Unternehmen sollte sich durch diese Maßnahme gegenüber der Prä-Buyout-Zeit erhöhen, um Druck auf das Management auszuüben. Entsprechend konnten Kaplan/Stein (1993) für 124 Unternehmen, die in den Jahren 1980 bis 1989 übernommen worden waren, einen Anstieg des Verschuldungsgrades und eine Erhöhung des finanziellen Risikos (Zahlungsverzug oder Insolvenz) belegen. Dabei wurde für ein Viertel des Samples ein Zahlungsverzug festgestellt (Kaplan/Stein 1993: 350). Für ein erweitertes Sample von 136 Transaktionen wurde ein starker Anstieg der Verschuldung belegt (Andrade/Kaplan 1998: 1451). Bei 23 Prozent der Fälle kam es zu einem Zahlungsverzug, weitere 6 Prozent der Firmen restrukturierten ihre Schulden (Andrade/Kaplan 1998: 1447).

Dieses Forschungsthema wurde nach dem zweiten Buyout-Boom der 2000er Jahr erneut aufgenommen (vgl. als Überblick: Wilson 2019). Für ein Sample von 192 Unternehmen konnten Guo/Hotchkiss/Song (2011: 486) einen Anstieg des Verschuldungsgrades von 23,7 Prozent vor dem Buyout auf 69,9 Prozent nach dem Buyout zeigen. Insgesamt ist ein wachsender Post-Buyout-Verschuldungsgrad von Portfolio-Unternehmen in diversen Studien belegt worden (Chapman/Klein 2009: 239; Groh/Gottschalg 2011: 2101; De Maeseneire/Brinkhuis 2012: 169). Axelson u. a. (2007: 39) ermittelten für ein Sample von 153 großen Buyouts einen Verschuldungsgrad von durchschnittlich 75 Prozent, der somit deutlich über der Verschuldung vergleichbarer Unternehmen lag. Zudem zeigten sie, dass die Verschuldung der Portfolio-Unternehmen auf das Geschäftsmodell von Private Equity zurückzuführen war und nicht den Charakteristika der Unternehmen oder der Branche folgte (ebd. 21).

Wirtschaftlich relevant wird diese Finanzierungsstruktur, wenn die Portfolio-Unternehmen als Schuldner die Forderungen ihrer Gläubiger nicht mehr bedienen können. Für ein Sample von 12.700 Portfolio-Unternehmen, die zwischen 1970 und 2002 übernommen worden waren, hat Strömberg

(2008: 8, 19) einen Zahlungsverzug bei sieben Prozent aller Exits beobachtet. Er weist darauf hin, dass dies einer jährlichen Zahlungsausfallrate von 1,2 Prozent entspricht, die somit unterhalb der Zahlungsausfallrate von 1,6 Prozent liegt, die vergleichbare Unternehmen gezeigt hätten. Allerdings fehlten in Strömbergs Sample Informationen über den Verbleib von elf Prozent der Unternehmen, und er sieht den Grund für dieses Defizit explizit in den ausbleibenden Informationen von insolventen Unternehmen (ebd. 9; vgl. Kaplan/Strömberg 2009: 129). Eine Studie der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich hat den Zahlungsausfall für 650 Private-Equity-geführte Unternehmen aus den Jahren 1981 bis 2007 untersucht (BIS 2008). Dabei zeigte sich, dass die Anzahl der Zahlungsausfälle von Sample-Unternehmen im Gesamtzeitraum größer war als bei einem Kontroll-Sample. Getrennt nach fünf Zeiträumen lag das PE-Sample jedoch nur in zwei der fünf Zeiträume über dem Nicht-PE-Sample (ebd. 24). In der Studie von Tykvová und Borell (2012) wird für 1.842 Buyouts europäischer Firmen ein Ansteigen eines Zahlungsverzugs für die Buyout-Firmen in den ersten drei Jahren nach dem Buyout festgestellt. Es wurde jedoch keine höhere Insolvenzrate festgestellt. Allerdings endet der kurze Betrachtungszeitraum dieser Studie noch vor dem eigentlichen Stresstest der letzten Weltwirtschaftskrise. Bei Wilson und Wright (2013) liegt die Insolvenzrate für Portfolio-Unternehmen von Private-Equity-Gesellschaften im Zeitraum von 1995 bis 2010 höher als für Firmen mit einem anderen Eigentümer. Die Autoren betonen aber auch die größere Fähigkeit zur finanziellen Erholung der Zielunternehmen von Buyouts (vgl. Wilson/Wright/Cressy 2010). Hotchkiss, Smith und Strömberg (2014) berechneten für 965 global identifizierte Portfolio-Firmen, die in den Jahren 1997 bis 2010 im Eigentum von Private Equity waren, eine höhere Ausfallwahrscheinlichkeit von Krediten verglichen mit einem ähnlich großem Sample für Nicht-PE-Firmen. Hammer/Loos/Schwetzler (2015: 12) ermittelten für ihr Sample von 5.093 Buyouts aus den Jahren 1997 bis 2010 eine Insolvenzrate von 10 Prozent.

Insgesamt ist der Befund eines höheren Verschuldungsgrades und daraus folgender finanzieller Schwierigkeiten von Portfolio-Unternehmen nach dem Buyout in der Forschungsliteratur gut belegt (vgl. Tykvová/Borell 2012: 140; Hammer/Loos/Schwetzler 2015: 5). Weniger klar entschieden ist dagegen die Frage, ob damit auch ein höheres Überlebensrisikos von PE-geführten Unternehmen verbunden ist. Insgesamt erstrecken sich die meisten Studien über beträchtliche räumliche und zeitliche Distanzen, so dass die Schlussfolgerungen durch viele Bedingungen eingeschränkt werden müssen.

Es erscheint daher sinnvoll, die aufgezeigten Befunde zur Finanzsituation der Portfolio-Unternehmen in Bezug auf deutsche Unternehmen zu überprüfen. Private-Equity-Gesellschaften agieren – wie alle Finanzmarktakteure – innerhalb spezifischer Finanzsysteme, so dass die Beziehungen zu den jeweiligen Finanzmarktakteuren relevant sind (Ivashina/Kovner 2011). Daraus ergeben sich z. B. im Bank-basierten Finanzsystem Deutschlands für das Private-Equity-Geschäft ein niedrigerer Verschuldungsgrad und anderen Kapitalstrukturen als in den Vereinigten Staaten (Achleitner u. a. 2018).

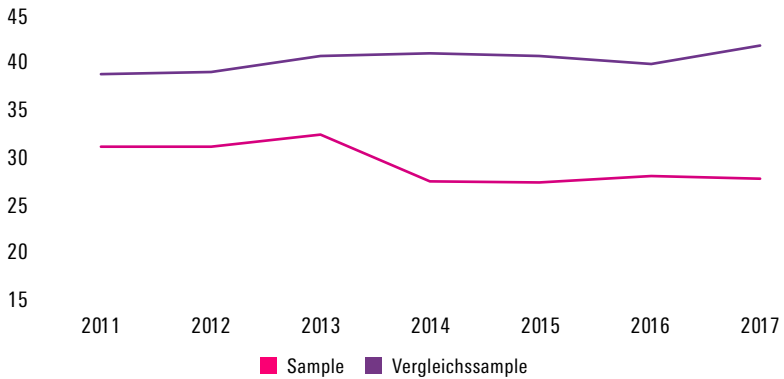
Im Folgenden können Daten zur Entwicklung der Eigenkapitalquote und zur Zinsbelastung der Portfolio-Unternehmen mit einem Buyout im Jahr 2013 vorgestellt werden. Im nächsten Abschnitt werden dann die Insolvenzen der Portfolio-Unternehmen näher beleuchtet.

Bei der empirischen Untersuchung der finanziellen Situation von Portfolio-Unternehmen ist die Unterscheidung zwischen „Plattform-Unternehmen“ und „eigenständigen Unternehmen“ wenig relevant. Beide Akquisitionstypen müssen eventuelle finanzielle Belastungen seitens des Eigentümers schultern, auch wenn die Belastungen im Zuge von Zukäufen möglicherweise weniger transparent gestaltet werden müssen. Bei „Add-on“-Unternehmen ist es jedoch möglich, dass ihre Finanzsituation nur vor dem Hintergrund des übernehmenden „Plattform-Unternehmens“ beurteilt werden kann. Daher werden sie bei der Betrachtung der Eigenkapitalquote und der Zinsbelastung einmal in die Betrachtung einbezogen und einmal ausgeblendet.

Bedeutsam ist zudem der Status der Unternehmen zum Zeitpunkt der Übernahme im Jahr 2013. Sofern es sich um ein bereits im Private-Equity-Eigentum befindliches Unternehmen handelt, ist es wahrscheinlich, dass mögliche Wirkungen auf die Finanzsituation bereits in den zwei Jahren vor dem Buyout eingetreten sind, die zum Betrachtungszeitraum gehören. Daher wird im Folgenden das Sample getrennt in die Teil-Sample „First Buyout“ und „Secondary Buyout“.

Insgesamt kann die Eigenkapitalquote für 63 Unternehmen dargestellt werden. Ohne die Add-on-Unternehmen umfasst das Sample 47 Unternehmen; davon waren 29 Unternehmen First Buyouts und 18 Secondary Buyouts. [Abbildung 12](#) zeigt zunächst den Verlauf der Eigenkapitalquote für das umfassendere Sample der 63 Unternehmen im Kontrast zu einem Vergleichssample. Dabei fällt zunächst der große Abstand auf, den beide Teilsamples bereits zwei Jahre vor dem Buyout aufweisen. Während die Unternehmen des Vergleichssamples über eine Eigenkapitalquote von 39,1 Prozent im Jahr 2011 verfügten, waren es bei den Unternehmen vor dem Buyout nur 31,5 Prozent. Diese Distanz erklärt sich vor allem über die Secondary-Buyout-Unter-

Abbildung 12

Eigenkapitalquoten von Sample und Vergleichssample

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: 63 Unternehmen, Vergleichssample: 61 Unternehmen

nehmen innerhalb des Samples, wie weiter unten gezeigt werden wird. Die Eigenkapitalquoten der Sample- und der Vergleichs-Unternehmen stiegen im Buyout-Jahr 2013 noch leicht an. Danach sackte die Eigenkapitalquote der Sample-Unternehmen von 32,7 Prozent auf 27,7 Prozent im Jahr 2014 ab. In den folgenden drei Jahren vollzog die Eigenkapitalquote eine Seitwärtsbewegung und lag im Jahr 2017 bei einem Wert von 28,1 Prozent. Im Unterschied dazu blieb die Eigenkapitalquote des Vergleichssamples auf einem Niveau und stieg im letzten Betrachtungsjahr 2017 noch leicht auf den Wert von 42,1 Prozent an.

Werden die Add-on-Unternehmen ausgeblendet, dann zeigt sich zum einen eine noch größere Spreizung der Werte zu Beginn des Betrachtungszeitraums ([Abbildung 13](#)). Die Eigenkapitalquote der Sample-Unternehmen ohne Add-ons fällt im Jahr 2011 etwas niedriger aus (29,7%) als bei der Betrachtung mit den Add-ons. Diese Differenz kann auch der veränderten Branchen-Zusammensetzung geschuldet sein. Zum anderen besteht der wichtigste Unterschied bei diesem Sample ohne Add-on-Unternehmen in der früheren Absenkung der Eigenkapitalquote. Sie sinkt bereits im Buyout-Jahr auf einen Wert von 28,5 Prozent und erreicht dann im Jahr 2014 25,4 Prozent, d. h. insgesamt fällt der Wert in der fast gleichen Höhe. Die Eigenkapitalquote der Vergleichsunternehmen steigt demgegenüber in den Jahren

2012 bis 2014 noch etwas an. Bis zum letzten Betrachtungsjahr 2017 verharrt die Quote dann sowohl für die Unternehmen (25,4%), als auch für die Vergleichsunternehmen (42%) auf dem gleichen Niveau.

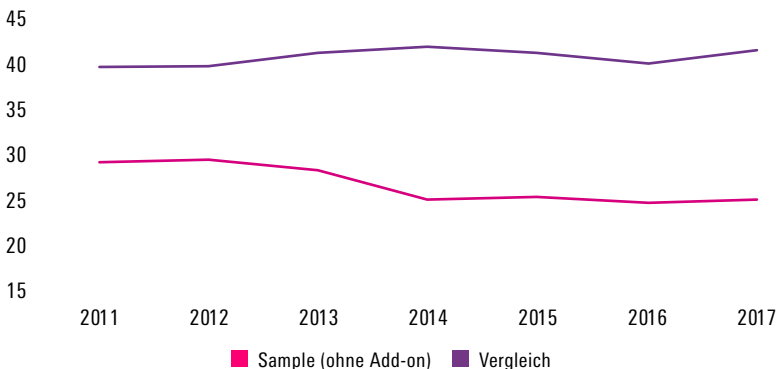
Im nächsten Schritt werden die Sample-Unternehmen nach First Buyouts und Secondary Buyouts näher untersucht, wobei dieser Schritt ohne die Add-on-Unternehmen vorgenommen wird. Damit werden 29 Unternehmen eines First Buyouts den 18 Unternehmen eines Secondary Buyouts gegenübergestellt.

Bei einer Gegenüberstellung der Eigenkapitalquoten für die First Buyouts und die Secondary Buyouts zeigt sich ein deutlicher Abstand zwischen beiden Teilsamples (vgl. auch Bonini 2015: 449). Während die First Buyouts im Jahr 2011 eine Eigenkapitalquote von 32,9 Prozent aufwiesen, lag diese bei den Secondary Buyouts bei nur 24,6 Prozent ([Abbildung 14](#)).

So verharrte die Quote bei den First Buyouts zunächst in den beiden Folgejahren, um dann im Jahr 2014 um 3 Prozentpunkte auf 30,2 Prozent abzusinken. In den nächsten beiden Jahren blieb sie fast auf diesem Wert, um dann im vierten Jahr des Buyouts auf einen Wert von 31,2 Prozent zu steigen. Demgegenüber fiel die Eigenkapitalquote bei den Secondary Buyouts bereits im Buyout-Jahr 2013 um 3 Prozentpunkte auf 21,1 Prozent. Diese Senkung wiederholte sich im Folgejahr 2014 und im Jahr 2017 erreichte die Quote

Abbildung 13

Eigenkapitalquoten von Sample (ohne Add-on) und Vergleichssample



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; Sample: 47 Unternehmen, Vergleichssample: 47 Unternehmen

15,1 Prozent. Insgesamt hat sich damit die Spreizung der Eigenkapitalquoten somit von etwa 8 Prozentpunkten auf 16 Prozentpunkte im Jahr 2017 verdoppelt. Damit wäre die Prä-Buyout-Spreizung der Eigenkapitalquoten punktgenau erklärt.

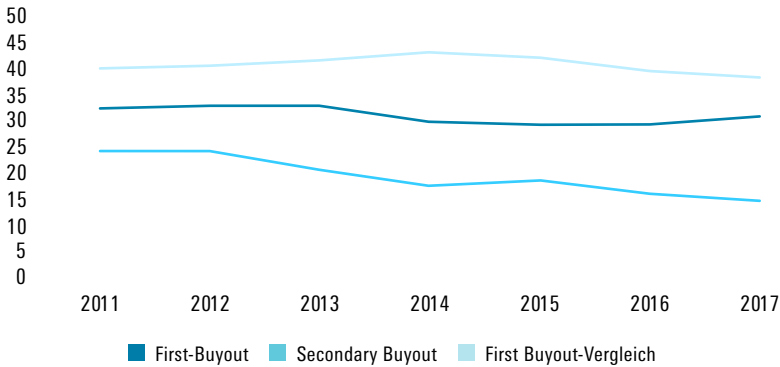
Beide Teilsamples verändern sich in [Abbildung 14](#) gegenüber ihrem Vergleichssamples sehr gleichläufig bis zum Jahr 2015. Um dies noch klarer aufzuzeigen wurden beide Teilsamples in [Abbildung 15](#) im Abstand zu ihren Vergleichssamples dargestellt. Dabei liegen die Werte der Vergleichssamples jeweils auf der Nulllinie, von der sich dann die Eigenkapitalquoten der Teilsamples abheben. Zunächst bleibt der Abstand beider Eigenkapitalquoten zu ihren Vergleichssamples im Jahr 2012 konstant. Die Verringerung der Eigenkapitalquote bei den Secondary Buyouts im Jahr 2013 wird von den First Buyouts im Jahr 2014 fast wieder eingeholt und danach folgt für beide Teilsamples ein Jahr der Stabilisierung gegenüber ihren Vergleichssamples. Erst ab dem Jahr 2016 geht die Entwicklung deutlich auseinander, in dem die First Buyouts ihre Eigenkapitalquote gegenüber dem Vergleichssample verbessern und die Secondary Buyouts sich gegenüber dem Vergleichssample weiter verschlechtern.

Allerdings müssen die Werte in der [Abbildung 14](#) und [Abbildung 15](#) für das Jahr 2017 aufgrund der bereits erwähnten Exits und einer deshalb verringerten Datengrundlage vorsichtig interpretiert werden. So stehen für das Jahr 2017 bei den Secondary-Buyout-Unternehmen im Jahr 2017 Daten für nur 13 Sample-Unternehmen bereit.

Insgesamt lagen die Eigenkapitalquoten bei dem gesamten Buyout-Sample in den Jahren 2013 bis 2017 bei 25 Prozent bis 30 Prozent. Dabei wiesen die Unternehmen der First Buyouts mit Quoten von 29 Prozent und 33 Prozent höhere Werte und die Unternehmen der Secondary Buyouts mit 15 und 21 Prozent niedrigere Werte auf. Vergleichen kann man diese Werte mit der Eigenkapitalquote von 34 Prozent, die Achleitner u. a. (2018: 377) für deutsche 130 Portfolio-Unternehmen im Zeitraum 2005 bis 2008 ermittelt haben. De Maeseneire/Brinkhuis (2012: 169) haben für 123 Buyouts europäischer Unternehmen – d.h. explizit auch deutscher Unternehmen – im Zeitraum 2000 bis 2007 eine Spanne der Eigenkapitalquote zwischen 29 Prozent und 32 Prozent ermittelt. Die Eigenkapitalquote der First Buyouts lag somit nur knapp unter den Werten der genannten Studien, wobei die Position im Konjunkturzyklus und die veränderte Zinsentwicklung sicher wichtige Erklärungsfaktoren darstellen.

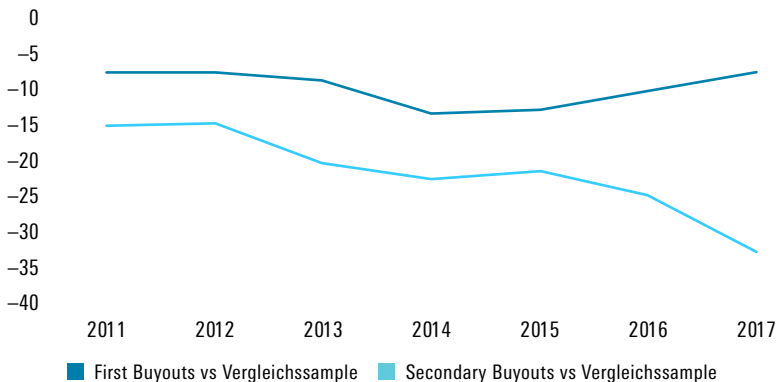
Dagegen waren die Eigenkapitalquoten der Secondary Buyouts geradezu dramatisch unter den Werten der Vergleichsstudien angesiedelt. Dies kann

Abbildung 14

Eigenkapitalquoten von First Buyouts und Secondary Buyouts

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; First Buyouts: 29 Unternehmen; Secondary Buyouts: 18 Unternehmen; Vergleichssample: 47 Unternehmen

Abbildung 15

Abstand der Eigenkapitalquoten von First Buyouts und Secondary Buyouts gegenüber Vergleichssamples

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk, Unternehmensbilanzen und eigenen Recherchen; First Buyouts: 29 Unternehmen; Secondary Buyouts: 18 Unternehmen; First-Buyouts-Vergleichssample: 29 Unternehmen; Secondary-Buyouts-Vergleichssample: 18 Unternehmen

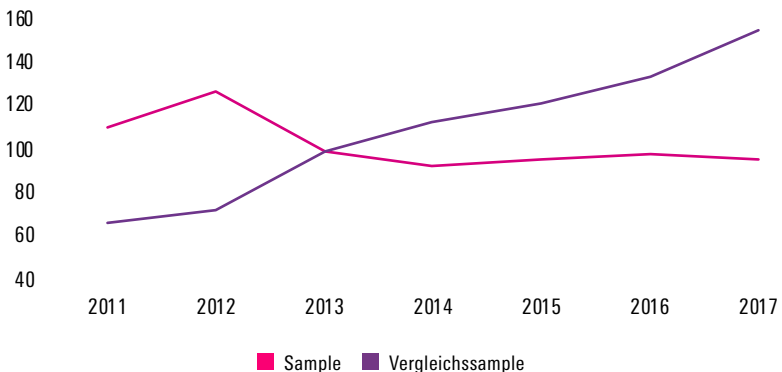
als Beleg dafür gewertet werden, dass insbesondere ein wiederholter Verkauf an eine Private-Equity-Gesellschaft die Eigenkapitaldecke eines Unternehmens deutlich verringert.

Nimmt das Fremdkapital eines Unternehmens zu, dann ist zu erwarten, dass sich die Zinssituation des Unternehmens verschlechtert. Dies soll im Folgenden anhand des Netto-Zinsergebnisses (= Zinserträge – Zinsaufwendungen) der Unternehmen nachvollzogen werden. Dabei werden parallel zur obigen Darstellung der Gesamtbeschäftigung zunächst die Zinsergebnisse aller Unternehmen aggregiert und danach indexiert mit dem Basisjahr 2013. Wie bei der Darstellung der Eigenkapitalquote wird davon ausgegangen, dass die Zinsergebnisse der Add-on-Unternehmen nicht aussagekräftig sind, sie werden daher ausgeschlossen. Die Zinsergebnisse ab dem Jahr 2011 können somit für insgesamt 58 Unternehmen dargestellt werden.

Abbildung 16 zeigt, dass die Sample-Unternehmen ihr Netto-Zinsergebnis noch vor dem Buyout im Jahr 2012 gegenüber dem Jahr 2011 verbessern konnte. Im Buyout-Jahr 2013 rutschte das Zinsergebnis jedoch deutlich ab und diese Absenkung setzte sich im folgenden Jahr 2014 fort. Danach zeigte sich in den folgenden drei Jahren eine leichte Erholung, wobei die Sample-Unternehmen im Jahr 2017 bei einem Wert von 96,4 landeten.

Abbildung 16

Gesamtes Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on) und Vergleichsunternehmen (2013 = 100)



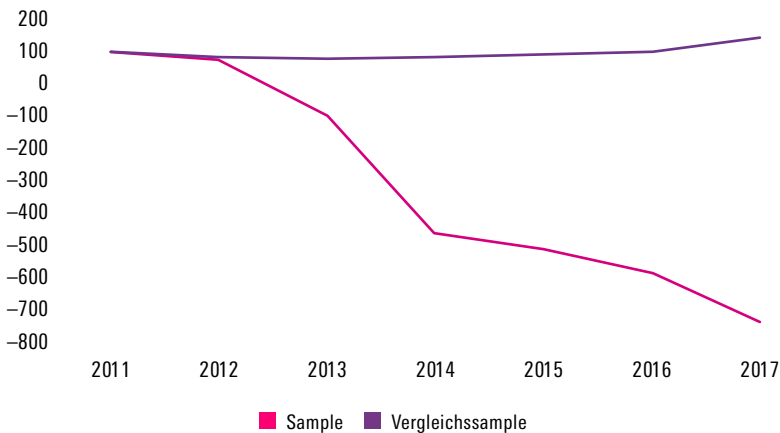
Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk und eigenen Recherchen;
n = 58 Sample-Unternehmen und 54 Vergleichs-Unternehmen

Dagegen durchliefen die Unternehmen des Vergleichssamples eine steti-
ge Verbesserung. Im Jahr 2011 lag das Netto-Zinsergebnis bei 67 Indexpunk-
ten und erreichte im Jahr 2017 einen Wert von 155,7 Indexpunkten. Damit
werden der „Zinsbruch“ der Buyout-Unternehmen im Jahr 2013 und die ge-
genläufige Entwicklung zwischen den Sample- und Vergleichsunternehmen
deutlich.

Zusätzlich wurde der Index für die Netto-Zinsergebnisse der einzelnen
Unternehmen berechnet und summiert, wodurch die Veränderungen der
einzelnen Sample-Unternehmen mehr Gewicht bekommen. Wie zuvor sind
die Add-on-Unternehmen ausgeblendet. Es zeigt sich, dass die Netto-Zinser-
gebnisse der Sample-Unternehmen bereits im Jahr 2013 auf einen Wert von
minus 99 Indexpunkten sanken und im Jahr 2014 eine noch viel stärkere Ab-
senkung auf einen Wert von 461 Indexpunkte folgte (Abbildung 17). Auch in
den verbleibenden Jahren verschlechterte sich die Zinssituation weiter. Dem-
gegenüber durchlief das Vergleichssample eine geringe Abschwächung der
Zinssituation, um zum Ende des Betrachtungszeitraums eine verbessertes
Netto-Zinsergebnis aufzuweisen. Der starke Fall des Zinsergebnisses bei den

Abbildung 17

Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on) und Vergleichs- unternehmen (2011 = 100)



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk und eigenen Recherchen;
n = 50 Sample-Unternehmen und 45 Vergleichs-Unternehmen

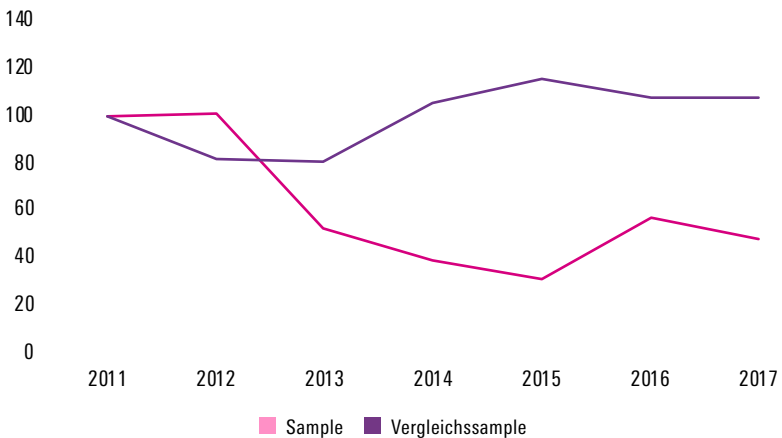
Sample-Unternehmen ist vor allem sechs First Buyouts geschuldet, die in den Jahren 2011/2012 nur eine ganz geringe Verschuldung aufwiesen und danach sehr stark mit Schulden belastet wurden.

In der folgenden **Abbildung 18** wurden diese sechs Unternehmen mit Extremwerten nicht dargestellt, so dass insgesamt nur 44 Sample-Unternehmen einbezogen werden konnten. Das Netto-Zinsergebnis der Sample-Unternehmen sank demnach im Buyout-Jahr 2013 auf einen Wert von 53,2 Indexpunkten und fiel in den folgenden beiden Jahren weiter auf einen Wert von 31,2. Danach stabilisierte sich das Netto-Zinsergebnis in den Jahren 2016 und 2017, wobei das letzte Jahr aufgrund der Exits und der damit abnehmenden Anzahl an Unternehmen weniger aussagekräftig ist. Die Vergleichsunternehmen machten bereits in 2012 eine Verschlechterung des Zinsergebnisses durch (Indexwert 81,5). Gegenläufig zu den Sample-Unternehmen durchliefen sie in den Jahren 2014 und 2015 eine deutliche Verbesserung und stagnierten in den beiden Folgejahren in etwa auf diesem Niveau.

Die Ergebnisse zur Finanzierungssituation bei den Buyout-Unternehmen sind insbesondere vor dem Hintergrund der Niedrigzinsphase bemerkens-

Abbildung 18

Netto-Zinsergebnis der Buyout-Unternehmen (ohne Add-on und Extremwerte) und Vergleichsunternehmen (2011 = 100)



Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von DAFNE/Bureau van Dijk und eigenen Recherchen;
n = 44 Sample-Unternehmen und 37 Vergleichs-Unternehmen

wert, die über den gesamten Betrachtungszeitraum geherrscht hat. In diesem Zeitraum hat sich die Finanzierungssituation der deutschen nicht-finanziellen Unternehmen durchgreifend verbessert (Deutsche Bundesbank 2018, 2019). Auch den Private-Equity-Gesellschaften standen und stehen die günstigen Finanzierungskonditionen zur Verfügung. Sie haben diese Chancen durch die Auflage von sogenannten Kreditfonds selbst noch verstärkt. Diese in Deutschland seit dem Jahr 2016 zugelassenen Fonds sammeln Kapital ein und geben es – mit Zinskonditionen in Konkurrenz zu den Banken – an Kreditnehmer aus (Gerstenberger 2019). Einen wachsenden Anteil ihrer Buyouts haben die Private-Equity-Gesellschaften in den vergangenen Jahren durch derartige Kreditfonds finanziert (Reifenberger 2019). In diesem Zug haben sich die Fremdkapitalanteile bei den Buyouts erhöht und lagen etwa im Jahr 2018 über den Anteilen vor der Finanzkrise der Jahre 2008/2009 (Habdank 2019). Somit kann es nicht überraschen, wenn sich die Finanzierungssituation der Buyout-Unternehmen im Unterschied zur Situation von Vergleichsunternehmen nicht verbessert hat.

3.5 Wirkung auf die Insolvenzgefährdung

Als letzter Darstellungsschritt wird der Eintritt von Insolvenzen betrachtet. Dabei ist zu berücksichtigen, dass das hier bislang verwendete Sample auf dem Ausschluss von Unternehmen beruhte, für die keine Daten verfügbar waren. Wie in [Abschnitt 2](#) erwähnt, wurden daher nur 7 der 14 Unternehmen in diesem Sample berücksichtigt. Bei der Betrachtung der Insolvenzen ist daher auf das Ursprungs-Sample von 156 Unternehmen zurückzugehen. Die 14 Unternehmen, die bis zum Stichdatum September 2019 in die Insolvenz gegangen sind, können charakterisiert werden als eher kleine, lange etablierte Unternehmen, die zuvor von einem deutschen Familieneigentümer geführt worden sind:

- Die Unternehmen wiesen im Jahr 2013 insgesamt 1.800 Beschäftigte und einen Umsatz von 1 Mrd. Euro auf.
- Etwas mehr als die Hälfte der Unternehmen zählte zum Verarbeitenden Gewerbe und je ein Viertel zum Dienstleistungsbereich und zum Bereich IuK/Medien.
- Das Durchschnittsalter der Unternehmen betrug 41 Jahre, wobei die Spanne zum Zeitpunkt des Buyouts 2013 von 8 Jahren bis zu 190 Jahren reichte.

Die Unternehmen wurden beim Buyout im Jahr 2013 fast vollständig durch die Private-Equity-Gesellschaften gelenkt, d.h. bei elf Unternehmen hatten die Finanzinvestoren Eigentumsanteile von 75 Prozent bis zu 100 Prozent.

Bezogen auf das Gesamtsample der 156 Unternehmen sind insgesamt 9 Prozent der Unternehmen in die Insolvenz gegangen, die 8 Prozent des Umsatzes, aber nur 2 Prozent der Beschäftigten des Gesamtsamples auf sich vereinigten. Nach den absoluten Werten betrachtet hält sich die wirtschaftliche Bedeutung der Private-Equity-Insolvenzen für das Buyout-Sample des Jahres 2013 zweifellos in Grenzen. Eine relative Betrachtung fällt dagegen bedenklicher aus: Die Insolvenzhäufigkeit des Samples von 156 Unternehmen lag im Gesamtzeitraum 2013 bis 9/2019 bei 89 Insolvenzen pro 1.000 Unternehmen. Pro Jahr und pro 1.000 Unternehmen gingen durchschnittlich 15 Unternehmen in die Insolvenz. Vergleichen kann man dies mit der durchschnittlichen Insolvenzhäufigkeit bei deutschen Unternehmen, die Röhl/Vogt (2016: 24) mit 7,5 Unternehmensinsolvenzen pro 1.000 Unternehmen im Jahresdurchschnitt für den Zeitraum 2013 bis 2015 angeben. In den folgenden Jahren bis 2018 ist die Insolvenzhäufigkeit weiter gefallen auf 5,9 Insolvenzen pro 1.000 Unternehmen (Statistisches Bundesamt 2019). Die Private-Equity-geführten Unternehmen waren somit doppelt so häufig betroffen von Insolvenzen wie der Durchschnitt der Unternehmen.

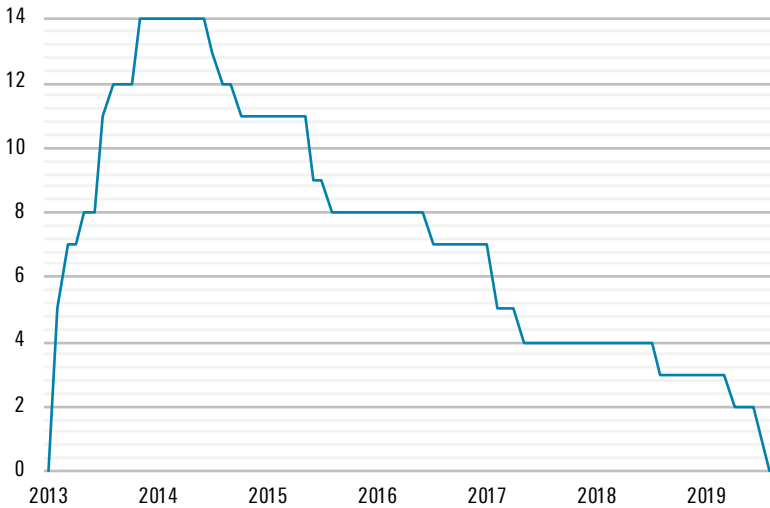
Als Ursachen für die Insolvenz von Private-Equity-geführten Unternehmen wurden in der Literatur verschiedene Vermutungen geäußert (vgl. Wilson 2019), von denen einige hier anhand der Empirie diskutiert werden können.

Erstens kann die Vermutung aufgenommen werden, dass Secondary Buyouts für die Insolvenzen verantwortlich sein könnten. Diese Vermutung ist in der Studie von Hammer/Loos/Schwetzler (2015: 21) zwar belegt worden (vgl. aber Bonini 2015: 460). In dieser Studie handelte es sich jedoch bei keinem der insolventen Unternehmen um einen Secondary-Buyout.

Zweitens könnte die höhere Insolvenzanfälligkeit darauf zurückgeführt werden, dass die Unternehmen bereits vor dem Buyout einen Insolvenzfall durchlaufen hatten. Tatsächlich stammten aber nur zwei Unternehmen bei der Übernahme aus einem Insolvenzverfahren, während neun Unternehmen zuvor einen Familieneigentümer hatten und zwei einen Konzerneigentümer.

Drittens könnten die Insolvenzen daraus folgen, dass der neue Eigentümer die wirtschaftliche Lage des Portfolio-Unternehmens nach einer ersten Sichtung negativ bewertete, wobei u.a. Informationsasymmetrien, aber auch fehlende Kompetenzen oder Ressourcen beim Investor eine Rolle gespielt ha-

Abbildung 19

Private-Equity-Eigentümerschaft der insolvent gegangenen Unternehmen

Anmerkung: ab 9/2013

Quelle: Eigene Darstellung; n = 14 Unternehmen

ben können. Durchschnittlich waren die insolvent gegangenen Unternehmen vier Jahre (47,4 Monate) im Eigentum einer Private-Equity-Gesellschaft. Neben drei „Quick-Flips“ mit einer Haltedauer von weniger als zwei Jahren, waren vier Unternehmen länger als fünf Jahre bei einem Finanzinvestor. Dies spricht dagegen, dass in vielen Fällen ein abrupter Wechsel in der Unternehmensbewertung eingetreten ist. Der zeitliche Eintritt der Insolvenzen verteilt sich recht gleichmäßig über den Betrachtungszeitraum, was gegen ein bestimmtes zeitliches Fenster mit einem hohen Gefährdungsgrad spricht (Abbildung 19).

Viertens könnte ein Klumpenrisiko durch Buy-and-Build-Strategien, wenn mehrere Portfolio-Unternehmen Strategie zusammengeführt wurden, für ein erhöhtes Insolvenz-Aufkommen verantwortlich sein. Die von Insolvenz betroffenen Unternehmen waren jedoch überwiegend als eigenständige Unternehmen positioniert worden. Nur ein Unternehmen diente als Plattform-Unternehmen und zwei Unternehmen waren an andere Plattform-Unternehmen angegliedert worden und gingen mit diesen in die Insolvenz.

Tabelle 7

Anteile ausländischer Private-Equity-Gesellschaften an den Buyouts und Insolvenzen in Prozent

	Buyouts	Beschäftigte	Umsatz
Buyouts (156 Unternehmen)	51	74	78
Insolvenzen (14 Unternehmen)	43	46	81

Anmerkung: Buyouts des Jahres 2013 in Deutschland; Insolvenzen bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung

Fünftens könnten internationale Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt z. B. aufgrund zu geringer Marktkennntnisse oder ihrer strategischen Ausrichtung ein höheres Insolvenzrisiko für die von ihnen geführten Unternehmen bewirken. Insgesamt wurden rund 51 Prozent der Buyouts des Jahres 2013 von Private-Equity-Gesellschaften mit einem ausländischen Unternehmenssitz gemanagt (Tabelle 7). Vergleicht man dies mit den Insolvenzen, die durch eine internationale Private-Equity-Gesellschaft verantwortet wurden, dann waren letztere unterdurchschnittlich nach der Zahl der Insolvenzen (43 %) sowie nach den Beschäftigten (46 %) beteiligt. Nach dem Umsatz (81 %) der übernommenen Unternehmen hatten sie einen überdurchschnittlichen Einfluss. Insgesamt sind internationale Akteure somit relevant an den Insolvenzen beteiligt gewesen, aber nicht klar überrepräsentiert gewesen.

Insgesamt zeigt die Betrachtung der Insolvenzen, dass die Private-Equity-geführten bislang eine jährliche Insolvenzhäufigkeit von 14,9 Prozent aufweisen und somit deutlich über der durchschnittlichen Insolvenzhäufigkeit deutscher Unternehmen liegen. Dieses Resultat bleibt in zweifacher Hinsicht unabgeschlossen. Erstens hat mehr als ein Drittel der Unternehmen bis zum Ende des Untersuchungszeitraums im September 2019 noch keinen Exit durchlaufen. Zweitens wurden die Unternehmen nach dem Start des Konjunkturzyklus erworben und noch keiner Rezession ausgesetzt.

Die Diskussion möglicher Insolvenzursachen hat gezeigt, dass verschiedene gängige Erklärungsmuster nicht greifen. Die diskutierten Charakteristika der Unternehmen bzw. der Finanzinvestoren lassen sich nicht als klare Ursache für die größere Insolvenzgefährdung nachweisen. Auch wenn die Forschung zu den Charakteristika der Private-Equity-Gesellschaften verstärkt werden sollte (vgl. Hammer/Loos/Schwetzler 2015), so sprechen diese Resultate zunächst eher dafür, dass das Private-Equity-Geschäftsmodell insgesamt das Insolvenzrisiko der übernommenen Unternehmen erhöht.

4 WIRKUNG AUF DIE POST-EXIT-EIGENTÜMERSCHAFT

Da Private Equity immer als temporäre Unternehmenskontrolle angelegt ist, ist es zentral für die Bewertung des Geschäftsmodells, welche neuen Eigentümer die sogenannten „Portfolio-Unternehmen“ bei einem Verkauf durch die Private-Equity-Gesellschaften erhalten. Dies soll im Folgenden näher betrachtet werden, wobei zunächst auf den Typ der Eigentümerschaft nach dem ersten Exit eingegangen (4.1) und dieser mit der Situation vor dem ersten Buyout verglichen wird (4.2). Danach wird der rechtliche Unternehmenssitz der neuen Käufer nach dem Exit betrachtet (4.3).

4.1 Secondary Buyouts als Finanzialisierung

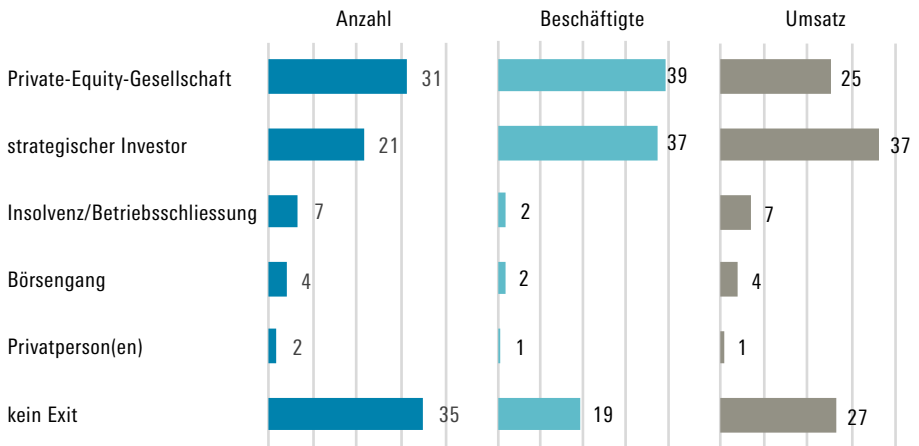
Eigentümerschaft bedeutet im gegenwärtigen Wirtschaftssystem nicht nur gemeinsam geteilte Ziele und Verpflichtungen, sondern die verschiedenen Eigentümertypen werden teils von unterschiedlichen Zielen angetrieben bzw. sind unterschiedlichen Loyalitäten verpflichtet (Aguilera/Jackson 2010). Im Rahmen wirtschaftlicher Systeme stehen die Eigentümertypen in direkter Beziehung zu anderen Systemelementen, z. B. der Funktionsweise der industriellen Beziehungen (Hall/Gingerich 2009, 140–146). Dabei bezieht sich die Eigentümer-Forschung nicht nur auf Unternehmen, Aktionäre, Familien oder öffentlich-rechtliche Einrichtungen als Eigentümer, sondern auch auf die neuen finanzwirtschaftlichen Akteure. Hedgefonds, Staatsfonds, aktivistische Eigentümer und passive Indexfonds vertreten Interessen und zeitliche Horizonte, die wenig zu der traditionell in Deutschland bzw. in Kontinentaleuropa herrschenden Eigentümerstruktur passen (Goyer 2011; Gospel/Pendleton/Vitols 2014; Fichtner 2015; Fichtner/Heemskerk 2019). Diesen Akteursgruppen kommt eine wichtige Funktion beim partiellen Wandel des Corporate Governance in Deutschland zu (O’Sullivan 2000; Schmidt 2001; Streeck/Höpner 2003; Beyer/Höppner 2003; Deeg 2011 und 2014; Hall 2015; Röper 2018). Traditionell ist das Corporate Governance-System (inklusive der Eigentümerstruktur) in Deutschland durch langfristige Finanzierungen, eine große Bedeutung des Bankensektors und große, häufig miteinander verknüpfte Blöcke von Eigentümern („Insider“), einem hohen Anteil von Familieneigentümern sowie eine geringe Bedeutung des Marktes für Unternehmenskontrolle cha-

rakterisiert (O'Sullivan 2002; Schmidt 2004; Culpepper 2011; du Plessis u. a. 2017). Das Private-Equity-Geschäftsmodell ist dagegen durch eine kurz- bis mittelfristige Kapitalbindung, eine strategische Konkurrenz zum Bankensektor und durch ein professionelles „Outsider“-Verhalten gekennzeichnet; es sieht den Markt für Unternehmenskontrolle als sein Hauptspielfeld. Empirische Studien zeigen, dass die spezielle Handhabung der Corporate Governance durch die Private-Equity-Gesellschaften – insbesondere die Nutzung von Fremdkapital zur Disziplinierung des Managements und ein ständiges Monitoring der Unternehmensleitungen durch den Investor – sich positiv auf ihre Renditen auswirken (Knauer/May/Sommer 2013). Private Equity wird daher zu Recht sowohl von seinen Befürwortern (Jensen 1993; Masulis/Thomas 2009; Stringham/Vogel 2018) wie von seinen Kritikern (Evans/Habbard 2008; Faust/Kädtler 2018) als ein Akteur eingeordnet, der die Funktionsweise des „Insider“-Systems in Frage stellt. Entsprechend kritisch kann es gesehen werden, wenn Private Equity (und andere Investmentfonds) wie in Großbritannien die Anteile des früheren „geduligen“ Kapitals (Familien, Pensionsfonds, Versicherungen) übernehmen (Franks/Mayer 2017). Daher ist es im Folgenden von besonderem Interesse, wenn Private Equity nicht nur zeitweise einzelne Unternehmen in einer Volkswirtschaft übernimmt, sondern diese mehrfach von Finanzinvestoren übernommen werden.

Der Exit eines Portfolio-Unternehmen ist ein fester Teil des Private-Equity-Geschäftsmodells und eines seiner wesentlichen Gewinnquellen. Dabei wird der Exit spätestens angestrebt, wenn die Laufzeit der Fonds von Private-Equity-Gesellschaften, die üblicherweise bei zehn Jahren liegt, ausläuft (Talmor/Vasvari 2011: 321). Neben den geplanten Exits kann auch ein ungeplanter Exit in Form einer Insolvenz oder eines Kreditausfalls eintreten. Der letztere Fall wird hier nur als eigene Form aufgenommen, wenn mit dem Ausfall eine Restrukturierung der Eigentumsverhältnisse verbunden ist, d. h. üblicherweise in einem debt-to-equity-Prozess die Gläubiger Anteile der älteren Eigentümer übernehmen können. Schließlich ist es zu dem hier gewählten Stichdatum – September 2019 – möglich, dass die Eigentümerschaft der jeweiligen Private-Equity-Gesellschaften noch nicht beendet ist.

Ältere Erhebungen über die Exits von Portfolio-Unternehmen zeigen, dass die Verkäufe an strategische Investoren lange Zeit den wichtigsten Verkaufskanal für Private Equity darstellten, gefolgt von Secondary Buyouts sowie von Börsengängen. Diese Reihung zeigen die Überblicke über die weltweiten Exits für die Jahre 1970–2007 (Kaplan/Strömberg 2009: 129) bzw. für die Jahre 1995–2013 (Folus/Boutron 2015: 219) sowie der Überblick über die europäischen Exits im gleichen Zeitraum (vgl. Gilligan/Wright 2014: 84).

Abbildung 20

Käufertyp beim Exit nach Anzahl, Beschäftigten und Umsatz in Prozent

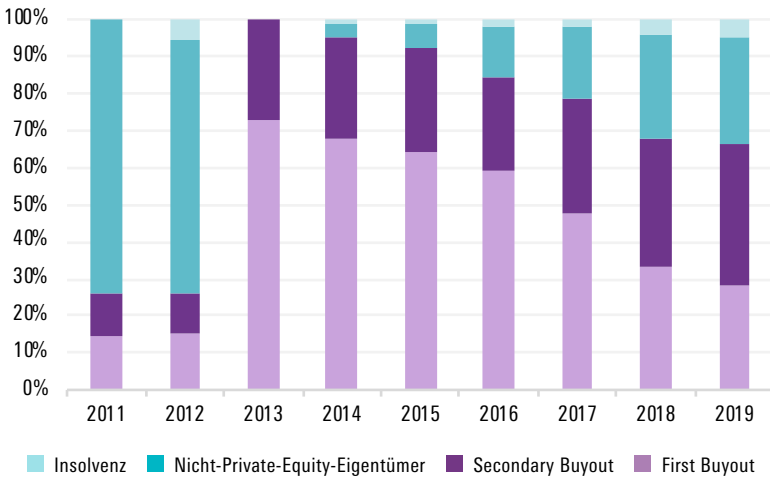
Anmerkung: Exits bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103 Unternehmen; die Beschäftigten- und Umsatzwerte beziehen sich auf den Zeitpunkt des Buyouts im Jahr 2013.

Neuere Studien verweisen darauf, dass die Secondary Buyouts die strategischen Investoren einholen (Wright u. a. 2019b: Figure 1.5) oder diese bereits überholt haben (Scheuplein 2019).

Von den 103 Buyout-Unternehmen des Jahres 2013, hatten bis zum September 2019 insgesamt 67 Unternehmen (65 %) einen Exit durchlaufen (Abbildung 20). Dabei waren Secondary Buyouts nach der Zahl der Exits (31 %) und nach dem Beschäftigtenanteil (bezogen auf die Beschäftigten zur Zeit des Buyouts 2013) der wichtigste Exit-Kanal. Die zweitmeisten Unternehmen (21 %) wurden von strategischen Investoren erworben, wobei diese Unternehmen den größten Anteil am Umsatz und den zweitgrößten Anteil an den Beschäftigten aufwiesen (je 37 %). Börsengänge spielten im Sample mit nur 4 Prozent der Exits und mit 4 Prozent Umsatzanteil eine sehr geringe Rolle, und die Familien-Eigentümer sind mit einem Anteil von 2 Prozent an den Unternehmen kaum noch existent. Bedeutsamer waren da noch die Insolvenzen, die 7 Prozent der Exit-Ereignisse und 7 Prozent des Umsatzes ausmachten. Der Anteil der Insolvenzen an allen Exits korreliert dabei mit dem historischen Durchschnitt, den Strömberg (2008: 8) für ein großes Sample an Exits berechnet hat.

Abbildung 21

Eigentümer-Gruppen der untersuchten Unternehmen

Anmerkung: bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103

Rechnet man diese Secondary Buyouts zu den Unternehmen, bei denen die im Jahr 2013 eingestiegene Private-Equity-Gesellschaft noch nicht ausgestiegen war, dann waren zum September 2019 noch immer 66 Prozent der Unternehmen mit 58 Prozent der Beschäftigten im Eigentum von Finanzinvestoren.

In [Abbildung 21](#) wird das Phänomen der Mehrfach-Buyouts für das Sample ab dem Jahr 2011 dargestellt. Dies zeigt, dass bereits vor dem Jahr 2013 ein Teil des Samples einen Secondary-Buyout (12%) oder nur einen First-Buyout (15%) durchlaufen hatte. Mit dem erneuten Buyout, den alle Unternehmen im Jahr 2013 durchlaufen haben, betrug der Secondary-Anteil des Samples somit 27 Prozent. Durch die danach folgenden Exits verringerte sich dieser Anteil keineswegs, sondern nahm bis zum September 2019 auf 38 Prozent zu.

Von diesen 39 Unternehmen hatten zu diesem Zeitpunkt übrigens 14 Unternehmen bereits ihren dritten Private-Equity-Eigentümer sowie weitere vier Unternehmen ihren vierten Private-Equity-Eigentümer. Durch diese

Anschluss-Buyouts verlängerten sich automatisch die Zeiträume, in denen die Unternehmen sich insgesamt im Eigentum der wechselnden Private-Equity-Gesellschaften befanden. Betrachtet man die Unternehmen, bei denen der übernehmende Investor des Jahres 2013 bis spätestens zum September 2019 ausgestiegen war, dann betrug die durchschnittliche Haltedauer der Unternehmen nur 4,7 Jahre (Tabelle 8). Bezieht man die Haltedauer bei anderen Finanzinvestoren vor dem Jahr 2013 ein, dann verlängert sich die Zeit auf 10,4 Jahre bei einem zweiten Buyout und auf 12,9 Jahre bei einem dritten Buyout. Bei den Unternehmen, die bis zum September 2019 noch keinen Exit erlebt hatten, verlängert sich die Haltedauer weiter (hier ist bei den Secondary- und Tertiary Buyouts jedoch die Zahl der Fälle sehr klein).

Mit dieser quantitativen und zeitlichen Ausdehnung des Private-Equity-Eigentums dehnt sich die Finanzialisierung der Ökonomie auf der Unternehmensebene aus. Nach einer Sichtweise wird die Finanzialisierung bereits darin gesehen, dass kontrollrechtlich der neue Eigentübertyp der Finanzinvestoren an Bedeutung gewinnt (Faust/Kädtler 2018: 173). Nach einem anderen Ansatz entsteht die Finanzialisierung dagegen durch die Handelbarkeit von Vermögenswerten und die daraus entstehende mögliche Ablösung des Werts der gehandelten Eigentumstitel von der realen Wertschöpfung (vgl. Fine 2013). Private-Equity-Transaktionen tragen dann zur Finanzialisierung

Tabelle 8

Durchschnittliche Haltezeit der Buyout-Unternehmen 2013 nach der Anzahl der Buyouts und nach der Exit-Realisierung*

Anzahl Buyouts	Exit		Nicht-Exit*	
	Anzahl Unternehmen	Durchschnitt Haltezeit (Jahre)	Anzahl Unternehmen	Durchschnitt Haltezeit (Jahre)
First Buyout	46	4,7	31	6,1
Secondary Buyout	13	10,4	3	14,6
Tertiary Buyout*	8	12,9	2	14,7
Summe	67	6,8	36	7,3

Anmerkung: *bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung; n = 103 Unternehmen

bei, weil sie die Handelbarkeit von Firmen auf dem Markt für Unternehmenskontrolle erhöhen. Dies wird begleitet von einer starken Kreditfinanzierung der Übernahmen, Steigerungen der Kaufpreise und der Spekulation auf derartige Preissteigerungen bis zum Wiederverkauf. Das Private-Equity-Geschäftsmodell fördert durch diese Wirkungskette die Bildung von finanziellen Blasen. Die Marktpreisentwicklung bis zur Weltwirtschaftskrise ab dem Jahr 2009 wie auch die gegenwärtige Entwicklung der Kaufpreise bei (Secondary) Buyouts verleiht dieser zweiten Deutung der Finanzialisierungsthese einige Plausibilität (Garbs 2017, Bamberg 2017, Maier 2017, Smolka 2018, Habdank 2019).

Diese Einordnung von Secondary Buyouts als Ausdruck einer Finanzialisierung der Ökonomie reflektiert sich auch in der finanzwirtschaftlichen Fachdiskussion, in der nach der Rationalität hinter dem historischen Anstieg von Secondary Buyouts gefragt wird. Dabei gibt es zwar partielle Hinweise darauf, dass die Restrukturierungen des First Buyouts vom zweiten Finanzinvestor fortgeführt oder komplementär ergänzt werden. Im Wesentlichen belegen die Studien jedoch, dass die Secondary Buyouts einer finanziellen Logik folgen. So hat Wang (2012) anhand eines Samples von 465 First Buyouts und 140 Secondary Buyouts in Großbritannien aus den Jahren 1997 bis 2008 keine Effizienzgewinne in den Portfolio-Unternehmen feststellen können. Stattdessen sieht er den Verkauf an einen zweiten Finanzinvestor vor allem durch die Bedingungen des Rentenmarktes und -Aktienmarktes sowie den Verkaufsdruck der Ersteigentümer motiviert: „While liquidity-based market timing can be an optimal strategy for private equity firms under certain constraints, there is no real benefit to the target firms“ (ebd. 1319). Desgleichen erkannte Bonini (2015) anhand eines Samples von 163 europäischen Unternehmen, die einen First und Secondary Buyout durchlaufen hatten, nur geringere Effizienzsteigerungen bei den Secondary Buyouts und daraus folgend nur geringere Gewinne für die Investoren (vgl. zu letzterem auch Degeorge/Martin/Phalippou 2013). Arcot u. a. (2015: 111) haben für ein Sample von 4.139 Buyouts aus den Jahren 1980 bis 2010, gezeigt, dass die erwerbenden Private-Equity-Gesellschaften bzw. ihre Fonds bei Secondary Buyouts einem stärkeren Druck zur Anlage von Kapital ausgesetzt waren als bei First Buyouts. Zudem wurden die Käufer bei Secondaries durch einen höheren ökonomischen Druck angetrieben als die Verkäufer (ebd. 123), was die Preise der Unternehmen in die Höhe trieb. Dies ist auch die Schlussfolgerung von Jenkinson/Sousa (2015) auf der Basis eines Samples von 1.022 Exits europäischer Unternehmen in den Jahren 2000 bis 2014. Sie sehen die Gründe für die steigende Zahl von Secondary Buyouts vor allem in den Bedingungen des

Rentenmarktes: „When debt is abundant and cheap, and when private equity firms have a lot of committed capital to deploy, we observe an increase in secondary buyouts“ (ebd. 407). Achleitner u. a. (2012: 110) haben für ein Sample von 1.112 Exits US-amerikanischer und europäischer Unternehmen aus den Jahren 1995 bis 2008 gezeigt, dass ein Secondary-Buyout wahrscheinlicher wird, wenn ein höherer Fremdkapitalanteil zum Zeitpunkt des Exits vorliegt bzw. die Unternehmen über eine beträchtliche Verschuldungskapazität verfügen. Darauf aufbauend demonstrieren Achleitner/Figge (2014) für ein Sample von 2.456 US-amerikanischen und europäischen Buyouts aus den Jahren 1990 bis 2010, dass die Secondary Buyouts einen um etwa 30 Prozent höheren Verschuldungsgrad als First Buyouts aufweisen. Dies geht einher mit Kaufpreisen, die um 6 Prozent bis 9 Prozent über den Kaufpreisen für First Buyouts liegen, und die Achleitner/Figge 2014: 431) explizit als Folge der Verschuldungsgrades bezeichnen: „The premium appears to be driven by the greater availability of debt financing for financial buyouts.“

4.2 Vom *patient capital* zum *unpatient capital*

Im vorigen Abschnitt wurde die Situation nach dem Exit der Unternehmen betrachtet, und anhand der Eigentümer-Entwicklung die wachsende Bedeutung der Secondary Buyouts betont. Wie stellt sich aber die Veränderung der Eigentümerschaft dar, wenn man den Wandel vor dem ersten Eingriff von Private Equity mit der Situation nach dem Exit vergleicht? Zu diesem Zweck werden im Folgenden alle Unternehmen, die im Jahr 2013 bereits einen Secondary-Buyout (oder Tertiary Buyout) erlebt hatten, aus der Betrachtung ausgeblendet, um die Wirkungen des Eingriffs durch Finanzinvestoren klarer darstellen zu können. Daher werden in [Tabelle 9](#) die Verkäufer bei allen First Buyouts des Jahres 2013 den Käufern bei allen Exits gegenübergestellt; insgesamt konnten 70 Unternehmen einbezogen werden. Die Daten zu den Beschäftigten und zum Umsatz beziehen sich jeweils auf den Zeitpunkt des Buyouts 2013, um gleich große Volumina einander gegenüber zu stellen. Die Berücksichtigung der tatsächlichen Beschäftigten- und Umsatzzahlen im Jahr des Exits hätte erstens die Schwierigkeit, dass dann die Zahlen unterschiedlicher Jahre einzubeziehen wären. Zweitens wurde eine Reihe der übernommenen Firmen nach dem Buyout fusioniert, so dass ein separater Ausweis dieser Kennzahlen später nicht mehr erfolgt ist. Drittens müsste bei dieser Betrachtungsweise auch die Zahl der Unternehmen variiert werden, da einige von ihnen mit dem gleichen Plattform-Unternehmen verschmolzen worden sind.

Die wichtigsten Eigentümergruppen vor dem ersten Buyout im Jahr 2013 waren bezogen auf die Zahl der Übernahmen die Privatpersonen – z.B. Gründer von Unternehmen – mit einem Anteil von 56 Prozent, die strategischen Investoren (24%) und die Gläubiger von insolventen Unternehmen (16%) (Tabelle 9). Wird die wirtschaftliche Größe einbezogen, dann waren die strategischen Investoren die wichtigsten Investoren sowohl nach der Beschäftigtenzahl wie auch nach dem Umsatz (je 50%). Die Familien-Eigentümer kamen dabei auf den zweiten Platz nach der Zahl der Beschäftigten (37%) gefolgt von den Gläubigern (12%). Nach dem Umsatz lagen allerdings die Privatpersonen und die Gläubiger gleichauf (je 24%). Die starke Position der Familienunternehmen spiegelt dabei die typische Eigentümerstruktur im deutschen Unternehmenssektor wider (Frohlin 2005: 235 f.; Culpepper 2011; Lehrer/Celo 2016; Stiftung Familienunternehmen 2019).

Dagegen stellt sich die Eigentümerstruktur im September 2019, d.h. gut sechs Jahre nach dem Exit, völlig verändert dar. Bis zu diesem Zeitpunkt haben 42 Unternehmen (60%) einen Exit durchlaufen, während 40 Prozent der Unternehmen weiterhin in der Hand des 2013 eingestiegenen Finanzinvestors waren. Bei den Exit-Unternehmen ist die Zahl der Privateigentümer auf ein Unternehmen gesunken, während die Finanzinvestoren (20 Unternehmen bzw. 29%) weiterhin die führende Eigentümergruppe darstellen. Gemessen an der Zahl der Beschäftigten (52%) und dem Umsatz (39%) fällt ihre Vorrangstellung noch größer aus. Betrachtet man die Unternehmen ohne Exit und die Unternehmen in der Hand einer zweiten Private-Equity-Gesellschaft zusammen, dann sind auch sechs Jahre nach dem Buyout – je nach Kriterium – 70 bis 80 Prozent der Unternehmen im Eigentum von Finanzinvestoren.

Die strategischen Eigentümer nehmen bei den Exit-Unternehmen mit einem Anteil von 19 Prozent an den Unternehmen, 16 Prozent an den Beschäftigten und 23 Prozent an den Umsätzen jeweils einen zweiten Platz bei den neuen Eigentümern ein. Die sonstigen Eigentümergruppen spielten keine bedeutsame Rolle. So gab es nur zwei Börsengänge bei den Exit-Unternehmen; sonstige Akteure der Finanzwirtschaft sind nicht als Eigentümer aufgetreten. Zudem sind sechs Unternehmen an einen Insolvenzverwalter übergeben worden. Da vor dem Buyout eine höhere Anzahl an Unternehmen aus einem Insolvenz-Status übernommen worden war, hat die Zahl der Gläubiger als Eigentümer insgesamt abgenommen.

Der Vergleich der Eigentümergruppen vor dem ersten Buyout und nach dem ersten Exit hat somit zwei klare Botschaften. Erstens, waren vor dem Buyout die Familieneigentümer als Garanten von „patient capital“ (Culpep-

Tabelle 9

Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem Eigentüsertyp

Unternehmen

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Anzahl	%	Anzahl	%
Private-Equity-Gesellschaft	0	0	20	29
Finanzwirtschaft außer Private Equity	3	4	0	0
strategischer Investor	17	24	13	19
Privatperson(en)	39	56	1	1
Aktionäre	0	0	2	3
Gläubiger	11	16	6	9
kein Exit	0	0	28	40
Summe	70	100	70	100

Beschäftigte

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Tsd.	%	Tsd.	%
Private-Equity-Gesellschaft	0	0	15.268	52
Finanzwirtschaft außer Private Equity	578	2	0	0
strategischer Investor	14.692	50	4.811	16
Privatperson(en)	10.915	37	285	1
Aktionäre	0	0	567	2
Gläubiger	3.429	12	965	3
kein Exit	0	0	7.718	26
Summe	29.614	100	29.614	100

Umsatz

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Mio. €	%	Mio. €	%
Private-Equity-Gesellschaft	0	0	2.148	39
Finanzwirtschaft außer Private Equity	75	1	0	0
strategischer Investor	2.783	50	1.259	23
Privatperson(en)	1.327	24	60	1
Aktionäre	0	0	372	7
Gläubiger	1.347	24	204	4
kein Exit	0	0	1.489	27
Summe	5.531	100	5.531	100

Anmerkung: Käufer eines Exits nach dem Jahr 2013 und bis zum September 2019

Quelle: eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 70 Unternehmen (First Buyouts)

per 2011) eine der beiden wichtigsten Eigentümergruppen, so kehren sie auch nach dem Ausstieg der Finanzinvestoren nicht mehr als Eigentümer zurück. Zweitens, Private Equity etabliert sich mit den Exits als neue und dauerhafte Eigentümergruppe, da ein größerer Teil der Unternehmen bei einem Exit wieder von einem weiteren Finanzinvestor übernommen wird. Private Equity verändert den „Insider“-Typ der Corporate Governance somit nicht nur direkt, d. h. durch ihre Transaktionen, bei denen sie den Markt für Unternehmenskontrolle beleben, die strategische Rolle der Banken beschneiden und sich von den heimischen Eigentümer-Blöcken absetzen. Sie haben auch eine Wirkung auf das Umfeld der Unternehmen. Durch die einander abwechselnde Eigenschaft verschiedener Finanzinvestoren werden kurz- und mittelfristige Zeithorizonte bei einer strikten Rendite-Orientierung und einer geringen Bindung an Branchen-Gepflogenheiten etabliert. Diese Eigenschaften des neuen „impatient capital“ wird auch an die Zulieferer, Kunden und institutionellen Partner der übernommenen Unternehmen vermittelt.

4.3 Internationalisierung

Ein zweiter wesentlicher Aspekt der Eigentümerschaft ist der rechtliche Sitz von Unternehmenskäufern, der seit langem in den Forschungen zu ausländischen Direktinvestitionen (Moosa 2002), zu international unterschiedlichen Kapitalismustypen (Nölke/May 2018) und zur Corporate Governance in unterschiedlichen Volkswirtschaften (Clarke/Rama 2006; Mallin 2011; Aguilera/Crespi-Cladera 2016; Franks/Mayer 2017) untersucht wird. So hat die Forschung zu ausländischen Direktinvestitionen deutlich gemacht, dass Direktinvestitionen für einen heimischen Unternehmenssektor Zugänge zu alternativen Finanzierungsmöglichkeiten, speziellen Technologien und Wissensbeständen herstellen können (Morasch/Bartholomae 2017). Durch diese Effekte hat auch Deutschland immer wieder von den Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen profitiert (Zimmerer 1983; Klodt/Christensen 2007). Direktinvestitionen sind jedoch immer Teil einer zentralen Unternehmensstrategie, bei der die Perspektive des Headquarters bestimmend sein kann, und sie können mit den politischen Strategien des Herkunftslandes verknüpft sein. Daraus können sich für die Zielländer bedenkliche Abhängigkeiten ergeben, was z. B. für die Direktinvestitionen in einzelnen osteuropäischen Länder berichtet wird (Šćepanović/Bohle 2018; Šćepanović 2019; Rogers 2019). In den vergangenen Jahren ist die Einbindung in politische Kontexte aufgrund des weltwirtschaftlichen Aufstiegs einiger Schwellenländer in den Fokus der Aufmerksamkeit gerückt; insbesondere in Bezug auf chinesische Direktinvestitionen wird dieser Kontext thematisiert (Felbermayr/Goldbeck/Sandkamp 2019). Dies hat auch in Deutschland eine neue Debatte über geostrategische Interessen in der Wirtschaftspolitik entfacht (Fuest u. a. 2019).

In der politikwissenschaftlichen Forschung zu unterschiedlichen Kapitalismustypen wird diesen Aspekten von Macht und politischer Einbindung inzwischen eine wachsende Bedeutung zugemessen. Für aufstiegswillige Schwellenländer scheint der Idealtyp des staats-zentrierten Kapitalismus in China an Attraktivität zuzunehmen (Nölke u. a. 2015: 543). Nicht nur im Fall von Unternehmenskäufen durch chinesische Investoren (ten Brink 2014: 41), sondern bei Käufen aus einer wachsenden Zahl an Ländern wird daher über eine machtpolitische Komponente bei ihren Unternehmenskäufen diskutiert (Stephen 2014; Nölke 2018; kritisch: Alami/Dixon 2019).

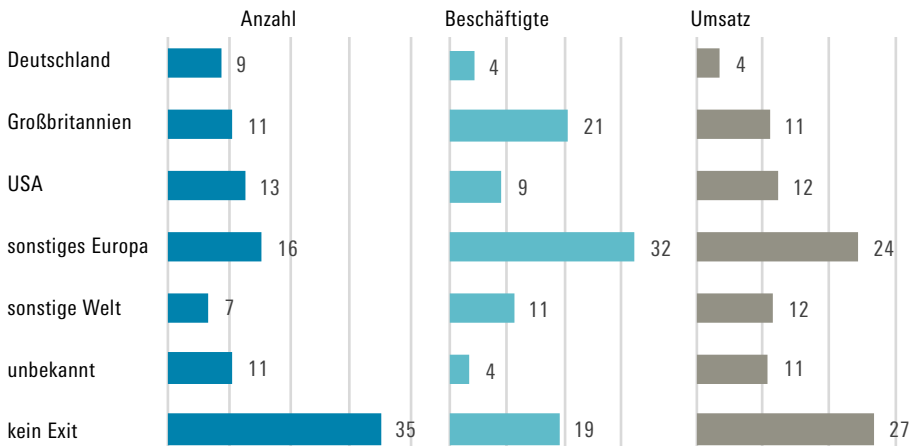
In der international vergleichenden Forschung zum Corporate Governance wird die Herkunft von Unternehmenskäufern vor allem im Kontext rivalisierender Governance-Systeme thematisiert. So wird das oben angespro-

chene Outsider-System in seinem anglo-amerikanischen Entstehungsrahmen und das Insider-System in seinem kontinentaleuropäischen bzw. japanischen Entstehungsrahmen diskutiert (Mueller/Yurtoglu/Gugler 2004), wobei internationale Kapitalverflechtungen als wesentliche Triebkraft für eine Veränderung der Governance-Systeme angesehen werden. Dabei wird vor allem eine Konvergenz hin zum anglo-amerikanischen Corporate Governance erwartet bzw. kontrovers diskutiert (Schmidt 2001 und 2004; Frick/Lehmann 2005; Lane 2004; du Plessis/Saenger 2017; Rühmkorf/Spindler/Navajyoti 2019). Ein Strang der Literatur verweist darauf, dass die faktische Dominanz des anglo-amerikanischen Finanzsystems persistent ist und auch normativ genutzt wird (Gowan 1999; Kirshner 2014; Fichtner 2017). Unternehmenskäufe aus dem anglo-amerikanischen Raum in den Ländern der Insider-Systeme wirken in dieser Hinsicht zweifellos als Tendenzverstärker (Goyer 2006). Nicht zufällig fiel die stärkere Öffnung des deutschen Finanzsektors ab dem Ende der 1990er Jahre gegenüber dem anglo-amerikanischen Finanzsystems (Jackson and Sorge 2012; Detzer et al. 2013) mit dem Markteintritt vieler großer Private Equity-Firmen in Deutschland zusammen (Jowett and Jowett 2011, 52–75).

Im Folgenden wird der rechtliche Sitz der Käufer bei einem Exit für die 103 Unternehmen des Samples betrachtet. Dabei war bis zum Ende des Betrachtungszeitraums im September 2019 für 36 Unternehmen (35%) noch kein Exit erfolgt ([Abbildung 22](#)). Es zeichnen sich vor allem zwei Schwerpunkte ab. Erstens sind die Käufer aus den USA und aus Großbritannien mit 24 Prozent der Exits, 30 Prozent der Beschäftigten und 23 Prozent des Umsatzes gewichtig. Dies folgt bereits aus der hohen Bedeutung von Secondary Buyouts: Bei drei Vierteln aller Exits, die Eigentümer aus den beiden anglo-amerikanischen Ländern erhalten haben, handelte es sich um neue Private-Equity-Eigentümer. Etwa ebenso stark vertreten sind die Käufer aus europäischen Ländern (ohne Großbritannien und Deutschland) mit einem Anteil von 16 Prozent an den Unternehmen, 32 Prozent an den Beschäftigten und 24 Prozent am Umsatz. Eigentümer mit einem Unternehmenssitz in Deutschland fallen mit einem Anteil von 9 Prozent an den Exits und je 4 Prozent an den Beschäftigten bzw. dem Umsatz dagegen deutlich ab. Praktisch gleich bedeutsam sind Unternehmen aus dem Rest der Welt, wozu die chinesischen Unternehmen (4% der Exits, 7% der Beschäftigten, 7% des Umsatzes) am stärksten beitrugen. Bei dem unbekannt gebliebenen neuen Eigentümer handelt es sich in vier Fällen um die Aktionäre nach einem Börsengang und in sieben Fällen um die Gläubiger von Insolvenzfällen.

Wie bei dem Eigentübertyp unterscheidet sich auch die Herkunft der Eigentümer nach dem Exit deutlich von der Eigentümerschaft vor dem Buyout.

Abbildung 22

Rechtlicher Sitz der Käufer beim Exit nach Anzahl, Beschäftigten und Umsatz in Prozent

Anmerkung: Exits bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 103 Unternehmen; die Beschäftigten- und Umsatzwerte beziehen sich auf den Zeitpunkt des Buyouts im Jahr 2013

Dies wird in [Tabelle 10](#) dargestellt, die parallel zum letzten Abschnitt wiederum nur die 70 Unternehmen berücksichtigt, die im Jahr 2013 erstmals an einen Finanzinvestor veräußert worden sind. Neben den rechtlichen Unternehmenssitz der Verkäufer und Käufer bei allen First Buyouts im Jahr 2013 werden die Unternehmenssitz der Käufer bei den Exits aufgeführt. Die Daten zu den Beschäftigten und zum Umsatz beziehen sich wiederum für alle drei Akteursgruppen auf den Zeitpunkt des Buyouts 2013.

Der Vergleich der drei Akteursgruppen, die im Zeitraum 2013–2019 Eigentümer der Unternehmen waren, macht deutlich, dass bereits die erste Übernahme durch Private Equity einen Internationalisierungsschub ausgelöst hat. So hatten die Verkäufer der Buyouts 2013 zu 69 Prozent ihren rechtlichen Unternehmenssitz in Deutschland. Dies entsprach auch einem Anteil von 69 Prozent an den Beschäftigten und immerhin noch der Hälfte des Umsatzes aller veräußerten Unternehmen. Bei den Käufern der Buyouts 2013 reduzierte sich dies auf 59 Prozent des Umsatzes, 40 Prozent der Beschäftigten und 35 Prozent des Umsatzes. Mit den Käufern bei dem später folgenden Exit sank der Anteil der deutschen Eigentümer noch einmal stark, und zwar auf

9 Prozent der Unternehmen, 7 Prozent der Beschäftigten und 5 Prozent des Umsatzes (Hierbei ist zu berücksichtigen, dass zwei Fünftel der Unternehmen bis zum Stichtatum September 2019 noch keinen Exit erlebt hatten und in den Prozentzahlen mitberücksichtigt werden).

Gegenläufig hierzu dehnten die Eigentümer aus Großbritannien und den USA ihre Eigentümerschaft deutlich aus. Waren die im Jahr 2013 verkauften Unternehmen zuvor nur zu 6 Prozent im Eigentum von Gesellschaftern aus diesen beiden Ländern gewesen, so erlangten sie durch die Buyouts einen Anteil von 19 Prozent an den Unternehmen, von 45 Prozent an den Beschäftigten und von 51 Prozent am Umsatz der Unternehmen. Im Zuge der Exits blieb der Anteil der Erwerber aus Großbritannien oder den USA weitgehend stabil: sie wurden zu Eigentümern von 20 Prozent der Exit-Unternehmen mit 47 Prozent der Beschäftigten und 44 Prozent des Umsatzes. Dabei war diese Kontinuität in starkem Maße den Secondary Buyouts geschuldet.

Investoren aus anderen europäischen Ländern (ohne Großbritannien und Deutschland) waren vor dem ersten Buyout mit einem Anteil von 11 Prozent an den Unternehmen und 10 Prozent an den Beschäftigten präsent. Ihr Anteil stieg mit dem ersten Buyout auf 23 Prozent an den Unternehmen und 15 Prozent an den Beschäftigten. Danach sank er jedoch wieder auf ein ähnliches Niveau wie vor dem ersten Buyout und erreichte 13 Prozent der Unternehmen und 10 Prozent der Beschäftigten. Auch der Anteil der europäischen Exit-Käufer ist zu einem Teil auf Secondary Buyouts zurückzuführen, denn bei zwei Fünfteln der europäischen Käufer handelt es sich um Private-Equity-Gesellschaften.

Eigentümer aus anderen Ländern („sonstige Welt“) waren vor dem Buyout nicht Eigentümer von Unternehmen. Auch die beim Buyout übernehmenden Private-Equity-Gesellschaften waren nicht dort angesiedelt. Erst mit dem Exit fand – in begrenztem Maß – ein Einstieg dieser Eigentümergruppe statt. Insgesamt 6 Prozent der Unternehmen mit je 3 Prozent der Beschäftigten und des Umsatzes wurden von Käufern aus anderen Ländern, d. h. vor allem aus China, übernommen.

In Bezug auf die „unbekannten Eigentümer“ (z. B. bei Börsengängen oder Insolvenzen) kann man feststellen, dass sowohl bei den Buyouts wie auch bei den Exits die Gläubiger aus Insolvenzen wichtiger waren als die Aktionäre börsennotierter Unternehmen. Dabei blieb der Anteil der unbekannten Eigentümer von den Verkäufern der Buyouts bis zu den Käufern bei den Exits in etwa stabil.

Damit die Dynamik der Entwicklung leichter nachzuvollziehen ist, werden die Zahlen von [Tabelle 10](#) zusätzlich grafisch abgebildet ([Abbildung 23](#)).

Tabelle 10

Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem rechtlichen Sitz

Unternehmen

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%
Deutschland	48	69	41	59	6	9
Großbritannien	0	0	7	10	8	11
USA	4	6	6	9	6	9
sonstiges Europa	8	11	16	23	9	13
sonstige Welt	0	0	0	0	4	6
unbekannt	10	14	0	0	9	13
kein Exit	0	0	0	0	28	40
Summe	70	100	70	100	70	100

Beschäftigte

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Tsd.	%	Tsd.	%	Tsd.	%
Deutschland	20.570	69	11.951	40	2.045	7
Großbritannien	–	–	9.953	34	12.431	42
USA	2.870	10	3.326	11	1.606	5
sonstiges Europa	3.019	10	4.384	15	2.986	10
sonstige Welt	–	–	–	–	946	3
unbekannt	3.155	11	–	–	1.882	6
kein Exit	–	–	–	–	7.718	26
Summe	29.614	100	29.614	100	29.614	100

Umsatz

	Verkäufer Buyout 2013		Käufer Buyout 2013		Käufer Exit	
	Mio. €	%	Mio. €	%	Mio. €	%
Deutschland	2.832	51	1.921	35	296	5
Großbritannien	–	–	1.357	25	1.178	21
USA	469	8	1.413	26	612	11
sonstiges Europa	921	17	840	15	618	11
sonstige Welt	–	–	–	–	149	3
unbekannt	1.309	24	–	–	1.189	21
kein Exit	–	–	–	–	1.489	27
Summe	5.531	100	5.531	100	5.531	100

Anmerkung: Käufer eines Exits nach dem Jahr 2013 und bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 70 Unternehmen (First Buyouts)

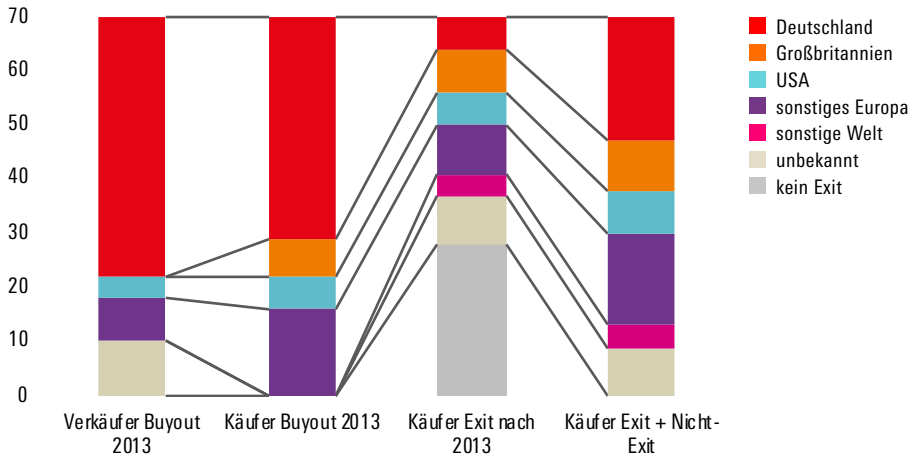
Dabei wird die Darstellung der Käufer bei den Exits variiert, in dem einmal nur die Käufer bei den tatsächlichen Exits aufgeführt werden (Säule „Käufer Exit nach 2013“). In einer weiteren Säule („Käufer Exit und Nicht-Exit“) werden für alle Unternehmen die Eigentümer zum Stichtatum September 2019 aufgeführt. Dies beinhaltet also teilweise die Käufer aus dem Jahr 2013 und teilweise die seitdem eingestiegenen neuen Erwerber.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass mit den Übernahmen durch Private-Equity-Gesellschaften deutliche Veränderungen in der Herkunft der Eigentümerstrukturen verbunden sind. Erstens nimmt der Anteil der Eigentümer aus den USA und aus Großbritannien mit dem ersten Buyout zu, was sich vor allem in dem wirtschaftlichen Volumen (Beschäftigte, Umsatz) niederschlägt. Dieser Trend setzt sich mit dem Exit fort. Zweitens wirken die Exits als ein Türöffner für überseeische Käufer („sonstige Welt“, d. h. ohne USA), wobei vor allem die chinesischen Käufer relevant sind. Diese Öffnung spielt sich jedoch auf einem niedrigen Niveau ab. Drittens steigt der Anteil der europäischen Eigentümer mit dem Buyout zwar an, dies jedoch stärker bezogen auf die Anzahl der Eigentümer als bezogen auf die Umsatzvolumina oder Beschäftigtenzahlen. Mit dem Exit pendelt sich die Zahl

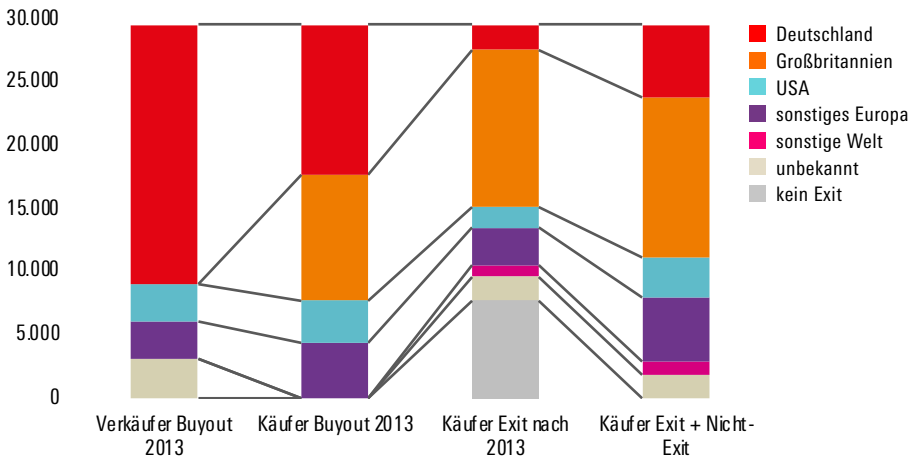
Abbildung 23

Verkäufer und Käufer der First Buyouts 2013 und Käufer bei dem ersten Exit nach dem rechtlichen Sitz

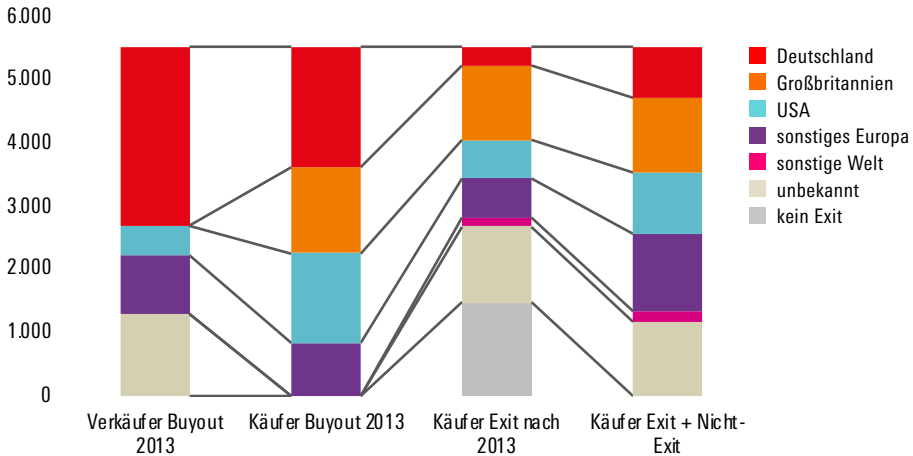
Unternehmen



Beschäftigte



Umsatz



Anmerkung: Käufer eines Exits nach dem Jahr 2013 und bis zum September 2019

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Preqin, ZEPHYR/Bureau van Dijk, Majunke Consulting und eigenen Recherchen; n = 70 Unternehmen (First Buyouts)

der Investoren aus Europa in etwa wieder bei dem Vor-Buyout-Niveau ein. Viertens, aus den drei zuvor beschriebenen Trends folgt, dass die Zahl der deutschen Eigentümer, die vor dem ersten Buyout die mit Abstand wichtigste Gruppe darstellen, zunächst mit dem Buyout und dann noch einmal stark mit dem Exit absinkt. Auf der Stufe der Exit-Käufer sind die deutschen Eigentümer zahlenmäßig so stark wie Käufer aus Übersee vertreten. Fünftens, wie bereits aus dem letzten Abschnitt hervorging, spielen Secondary Buyouts beim Exit eine bedeutsame Rolle. Da hier die Finanzinvestoren aus den USA und aus Großbritannien wiederum dominieren, perpetuiert sich auf diese Weise die Bedeutung dieser beiden Länder an der Eigentümerschaft. Private Equity als Teil der Finanzialisierung und der Anteilsgewinn dieser beiden stark finanzierten Länder gehen somit Hand in Hand.

5 RESÜMEE UND SCHLUSSFOLGERUNGEN

Der wirtschaftliche und finanzielle Verlauf von Portfolio-Unternehmen während der Haltezeit durch eine Private-Equity-Gesellschaft wurde in dieser Studie anhand der Buyouts aus dem Jahre 2013 von deutschen Unternehmen untersucht. Diese Sample-Auswahl hat den Vorteil, dass annäherungsweise eine Vollerhebung aller Buyouts innerhalb eines bestimmten Zeitraums geleistet werden konnte. Es wurden 156 Portfolio-Unternehmen identifiziert, die in Bezug auf ihre Eigentümerwechsel und ihre Insolvenzgefahr analysiert werden konnten. Für 103 Unternehmen und damit für 92 Prozent des Beschäftigungsvolumens konnten Unternehmensdaten für den Zeitraum von 2011 bis 2017 erhoben werden. Damit wurde sowohl der Verlauf in den zwei Jahren vor dem Buyout-Jahr 2013, als auch der Verlauf in vier Folgejahren abgedeckt. Durch die Sample-Konstruktion unterlagen die Unternehmen den gleichen regulativen und makroökonomischen Bedingungen und sie waren den gleichen konjunkturellen Veränderungen in der historischen Zeit ausgesetzt. Über den gesamten Betrachtungszeitraum war die wirtschaftliche Lage verhalten positiv – das Bruttoinlandsprodukt hat jährlich um 1,9 Prozent zugenommen – und es war eine außergewöhnliche gute Finanzierungssituation sowohl für die Unternehmen wie für die Unternehmenskäufer zu verzeichnen. Der wirtschaftliche Verlauf jedes Unternehmens wurde mit einem Unternehmen ohne Private-Equity-Eigentümer verglichen, das aus der gleichen Branche stammte und ähnliche Umsatz- und Beschäftigtengrößen aufwies.

Auf dieser empirischen Basis konnte gezeigt werden, dass wesentliche Mechanismen des Private-Equity-Geschäftsmodells auch in den übernommenen deutschen Unternehmen am Werke sind. Für die Unternehmen verschlechterte sich mit dem Buyout die Eigenkapitalquote um rund drei Prozent gegenüber dem Vergleichssample und dieser Abstand weitete sich bis zum vierten Jahr des Buyouts weiter. Wurden die Unternehmen im Rahmen eines Secondary Buyouts übernommen, lag die Eigenkapitalquote bereits im Übernahmejahr bei 8 Prozent unter den First Buyouts und sank weiter gegenüber ihrem Vergleichssample. Parallel nahm die Zinsbelastung der Portfolio-Unternehmen im Buyout-Jahr und den beiden Folgejahren deutlich zu, während die Vergleichsunternehmen von der Niedrigzinsphase profitieren konnten und ihre Zinsbelastung sank bzw. stabil blieb. Dies erhöhte auch die Insolvenzquote der Portfolio-Unternehmen, die doppelt so hoch lag wie bei dem Durchschnitt der deutschen Unternehmen im gleichen Zeitraum.

Dieser finanzielle Druck auf die Unternehmen ging einher mit einer stagnierenden Beschäftigung in den ersten beiden Jahren nach dem Buyout, während die Beschäftigung in den Vergleichsunternehmen aufgrund der akzeptablen Wirtschaftslage expandierte. Betrachtet man das absolute Beschäftigungsvolumen der Portfolio-Unternehmen, dann fand vor allem im ersten Buyout-Jahr ein realer Beschäftigungsabbau statt. Während sich der Personalaufwand der Unternehmen bereits im Buyout-Jahr 2013 verringerte, stieg der Personalaufwand der Vergleichsunternehmen an. Die Personalaufwandsquote der Portfolio-Unternehmen gab zuerst nur wenig nach, verringerte sich dann aber deutlich im dritten Buyout-Jahr.

Die Buy&Build-Strategie, bei der ein übernommenes Unternehmen als „Plattform“ dient, an das weitere kleinere Unternehmen (Add-ons) angegliedert werden, ist bei vielen Übernahmen handlungsleitend. Durch die damit verbundenen Akquisitionen wuchsen die Plattform-Unternehmen etwa dreimal so schnell nach dem Umsatz und etwa doppelt so schnell nach der Beschäftigung als ihre Vergleichsunternehmen und als diejenigen Portfolio-Unternehmen, die nicht in diese Strategie eingebunden waren. Die Buy&Build-Strategie ist eine Reaktion der Private-Equity-Gesellschaften auf ihre hohen Kapitalzuflüsse, das geringe Angebot an Kaufgelegenheiten und die Markttöffnung insbesondere des Gesundheitssektors für privates Kapital. Aufgrund der wirtschaftlichen Ausmaße dieser Strategie muss jede Analyse, die sich auf die Buyouts nach der Weltwirtschaftskrise 2008/09 bezieht, eine Zuordnung der Portfolio-Unternehmen zu dieser Strategie vornehmen.

Da das Private-Equity-Geschäft nur auf eine temporäre Kontrolle der übernommenen Unternehmen zielt, ist es wichtig, die Eigentümerschaft nach der Wiederveräußerung (Exit) zu betrachten. Bis zum Stichtag im September 2019 waren 65 Prozent der Unternehmen bereits aus dem Eigentum der jeweiligen Private-Equity-Gesellschaft entlassen worden. Dabei zeigte sich eine intensive Finanzialisierung des Unternehmenssektors: Andere Finanzinvestoren waren im Rahmen eines sogenannten Secondary Buyouts zur wichtigsten Käufergruppe bei diesen Exits geworden. Dies verlängerte auch die kumulierte Haltezeit der Portfolio-Unternehmen in der Hand wechselnder Finanzinvestoren. Waren vor dem ersten Buyout private Personen bzw. Familien der wichtigste Eigentübertyp, dann behielt nicht nur in der Haltezeit, sondern auch nach dem jeweiligen Exit das „impatient capital“ der Finanzinvestoren die Kontrolle.

Dies ging einher mit einem starken Internationalisierungsschub. Vor dem ersten Buyout hatten mehr als zwei Drittel der Unternehmen Eigentümer mit dem rechtlichen Sitz in Deutschland. Nach dem Exit der erwerben-

den Private-Equity-Gesellschaft dominierten dagegen die Erwerber aus den kapitalmarkt-orientierten Ländern USA und Großbritannien, sowie aus sonstigen europäischen Ländern. Eigentümer aus Deutschland hielten nur noch Anteile im einstelligen Bereich, d. h. waren nur noch wenig stärker vertreten als Käufer aus überseeischen Ländern wie z. B. China.

6 LITERATUR

Achleitner, Ann-Kristin; Bauer, Oliver; Figge, Christian; Lutz, Eva (2012): The case for secondary buyouts as exit channel. *Journal of applied corporate finance*, 24 (4), 102–111.

Achleitner, Ann-Kristin; Braun, Reiner; Lutz, Eva; Tappeiner, Florian (2018): Private equity group reputation and financing structures in German leveraged buyouts. *Journal of Business Economics*, 88 (3–4), 363–392.

Achleitner, Ann-Kristin; Figge, Christian (2014): Private Equity Lemons? Evidence on value creation in secondary buyouts. *European Financial Management* 20, 406–433.

Achleitner, Ann-Kristin; Klöckner, Oliver (2005): Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, EVCA Research Paper, Brussels.

Aguilera, Ruth V.; Crespi-Cladera, Rafael (2016): Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. *Journal of World Business*, 51(1), 50–57.

Aguilera, Ruth V., Jackson, Gregory (2010): Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*, 4 (1), 485–556.

Alami, Ilias; Dixon, Adam (2019): State capitalism(s) redux? Theories, tensions, controversies. *Competition & Change*. <https://doi.org/10.1177/1024529419881949> (abgerufen am 22.07.2020).

Alperovych, Yan (2019): The Impact on Productivity of Management Buyouts and Private Equity. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel; Donald (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 475–491.

Amess, Kevin (2019): Leveraged buyouts: their impact on jobs and wages. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel; Donald (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 530–542.

Amess, Kevin; Wright, Mike (2007): The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 14(2), 179–195.

Andrade, Gregor; Steven N. Kaplan (1998): How Costly is Financial (Not Economic Distress)? Evidence from Highly Leveraged Transactions That Became Distressed. *Journal of Finance*, 53(5): 1443–1494.

Antoni, Manfred; Maug, Ernst G.; Obernberger, Stefan (2018): Private Equity and Human Capital Risk. *Journal of Financial Economics*, 133(3), 634–657.

Appelbaum, Eileen; Batt, Rosemary (2014): *Private Equity at work: when Wall Street manages Main Street*. New York.

Arcot, Sridhar; Fluck, Zsuzsanna; Gaspar, José-Miguel; Hege, Ulrich (2015): Fund managers under pressure: Rationale and determinants of secondary buyouts. *Journal of Financial Economics*, 115, 102–135.

ASCRI (2009): Economic and Social Impact of Venture Capital & Private Equity in Spain. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (The Spanish Private Equity & Venture Capital Association). <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2009/12/Informe-de-Impacto-2009.pdf> (abgerufen am 22.07.2020).

- ASCRI (2018):** Economic and Social Impact of Private Equity & Venture Capital in Middle Market in Spain. Asociación Española de Entidades de Capital Riesgo (The Spanish Private Equity & Venture Capital Association). <https://www.ascr.org/wp-content/uploads/2018/03/Informe-de-Impacto-2018.pdf> (abgerufen am 22.07.2020).
- Axelson, Ulf; Jenkinson, Tim; Strömberg, Per; Weisbach, Michael S. (2007):** Leverage and Pricing in Buyouts: An Empirical Analysis. Swedish Institute for Financial Research Conference on the Economics of the Private Equity Market. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1027127> (abgerufen am 22.07.2020).
- Bacon, Nick; Hoque, Kim; Wright, Mike (2019):** Is job insecurity higher in leveraged buyouts? British Journal of Industrial Relations, 57, 479–512.
- Bamberg, Florian (2017):** Der 840-Milliarden-Wahnsinn. Finance, Mai/Juni 2017, 10–14.
- BIS (2008):** Private Equity and leveraged finance markets. Committee on the Global Financial System. Bank for International Settlements, CGFS Paper 30. Basel. <https://www.bis.org/publ/cgfs30.htm> (abgerufen am 22.07.2020).
- Bergström, Clas; Grubb, Mikael; Jonsson, Sara (2007):** The operating impact of buyouts in Sweden: A study of value creation. Journal of Private Equity 11(1), 22–39.
- Beyer, Jürgen; Höppner, Martin (2003):** The disintegration of organised capitalism: German corporate governance in the 1990s. West European Politics 26 (4), 179–198.
- BCG/HHL (2016):** The power of buy and build: how private equity firms fuel next-level value creation. <https://www.bcg.com/de-de/publications/2016/private-equity-power-of-buy-build.aspx> (abgerufen am 22.07.2020).
- Bonini, Stefano (2015):** Secondary Buyouts: Operating Performance and Investment Determinants. Financial Management, 44(2), 431–470.
- Borell, Mariela; Heger, Diana (2013):** Sources of Value Creation Through Private Equity-backed Mergers and Acquisitions: The Case of Buy-and-Build Strategies. ZEW Discussion Paper No. 13–094, Mannheim. <http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp13094.pdf> (abgerufen am 22.07.2020).
- Boucly, Quentin; Sraer, David; Thesmar, David (2011):** Growth LBOs. Journal of Financial Economics 102, 432–453.
- Bruinning, Hans (2019):** Resource Orchestration Post-Management Buyout. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (Hg.): The Routledge Companion to Management Buyouts. Routledge: London und New York, 418–440.
- Castellaneta, Francesco; Hannus, Simon; Wright, Mike (2019):** A framework for examining the heterogeneous opportunities of value creation in private equity buyouts. Annals of Corporate Governance, 4, 87–146.
- Chapman, John L.; Klein, Peter G. (2009):** Value Creation in Middle-Market Buyouts: A Transaction-Level Analysis. In: Cumming, Douglas (Hg.): Private Equity. Fund Types, Risks and Returns, and Regulation. John Wiley: Hoboken, 229–255.
- Cohn, Jonathan; Nestoriak, Nicole; Wardlaw, Malcolm (2019):** Private Equity Buyouts and Workplace Safety. (Juni 2019) Working Paper. <https://ssrn.com/abstract=2728704> (abgerufen am 22.07.2020).
- Clarke, Thomas; Rama, Marie dela (2006):** Corporate governance and globalization. London: Sage.
- Cressy, Robert; Munari, Federico; Malipiero, Alessandro (2011):** Creative destruction? Evidence that buyouts shed jobs to raise returns. Venture Capital, 13:1, 1–22.
- Culpepper, Pepper D. (2011):** Quiet Politics and Business Power: Corporate Control in Europe and Japan. Cambridge: Cambridge University Press.

Cumming, Douglas (Hg.) (2012): The Oxford Handbook of Private Equity. Oxford: Oxford University Press.

Davis, Steven J.; Haltiwanger, John; Jarmin, Ron; Lerner, Josh; Miranda, Javier (2011): Private Equity and Employment. National Bureau of Economic Research Working Paper 17399. Cambridge, MA.

Davis, Steven J.; Haltiwanger, John; Handley, Kyle u. a. (2014): Private equity, jobs, and productivity. *American Economic Review*, 104 (12), 3956–3990.

Davis, Steven J.; Haltiwanger, John; Handley, Kyle u. a. (2019): The Social Impact of Private Equity Over the Economic Cycle. Working Paper. <https://www.aeaweb.org/conference/2019/preliminary/paper/5nsZRYTz> (abgerufen am 22.07.2020).

Deeg, Richard (2011): The Differential Impact of Financialisation in Germany and the UK. In: Lane, Christel; Wood, Geoffrey (Hg.): *Capitalist Diversity and Diversity within Capitalism*. New York: Routledge, 121–149.

Deeg, Richard (2014): Financialization and Institutional Change in Capitalisms: A Comparison of the US and Germany. *The Journal of Comparative Economic Studies* 9, 47–68.

Degeorge, Francois; Martin, Jens; Phalippou, Ludovic (2016): On secondary buyouts. *Journal of Financial Economics*, 120(1), 124–145.

De Maeseneire, Wouter; Brinkhuis, Samantha (2012): What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure. *Accounting and Finance*, 52 (SUPPL.1), 155–182.

Detzer, Daniel, Nina Dodig, Trevor Evans, et al. (2013): The German Financial System. FESSUD Studies in Financial Systems, No. 16, Leeds: University of Leeds.

Deutsche Bundesbank (2018): Tendenzen in den Finanzierungsstrukturen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen im Spiegel der Unternehmensabschlusst Statistik. Monatsbericht, Juli 2018, 61–73.

Deutsche Bundesbank (2019): Ertragslage und Finanzungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2018. Monatsbericht, Dezember 2019, 39–54.

du Plessis, Jean J.; Saenger, Ingo (2017): An Overview of the Corporate Governance Debate in Germany. In: du Plessis, Jean J., Großfeld, Bernhard; Luttermann, Claus u. a. (Hg.): *German Corporate Governance in International and European Context*. 3. Aufl., Heidelberg: Springer, 17–62.

du Plessis, Jean J., Großfeld, Bernhard; Luttermann, Claus u. a. (Hg.) (2017): *German Corporate Governance in International and European Context*. Heidelberg: Springer.

Evans, John; Hubbard, Pierre (2008): From shareholder value to private equity – the changing face of financialisation of the economy. *Transfer* 14 (1), 63–75.

Faust, Michael, Kädtler, Jürgen (2018): Die Finanzialisierung von Unternehmen. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 70 (1): 167–194.

Felbermayr, Gabriel; Goldbeck, Moritz; Sandkamp, Alexander (2019): Chinas ausländische Direktinvestitionen: Ein Überblick. *Kiel Policy Briefs*, 123. Kiel.

Fine, Ben (2013): Financialization from a Marxist Perspective. *International Journal of Political Economy* 42 (4): 47–66.

Fichtner, Jan (2015): Rhenish Capitalism Meets Activist Hedge Funds: Blockholders and the Impact of Impatient Capital. *Competition & Change*, 19, 336–352.

Fichtner, Jan (2017): Perpetual decline or persistent dominance? Uncovering Anglo-America's true structural power in global finance. *Review of International Studies*, 43(1), 3–28.

Fichtner, Jan; Heemskerk, Eelke M. (2019): The New Permanent Universal Owners: Index Funds, (Im)patient Capital, and the Claim of Long-termism (November 13, 2018). <https://ssrn.com/abstract=3321597> (abgerufen am 22.07.2020).

Fohlin, Caroline (2005): The History of Corporate Ownership and Control in Germany. In: Morck, Randall (Hg.): A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers, Chicago: University of Chicago Press.

Folus, Didier; Boutron, Emmanuel (2015): Exit Strategies in Private Equity. In: Baker, H. Kent; Filbeck, Greg; Kiyamaz, Halil (Hg.): Private Equity. Opportunity and risks. Oxford: Oxford University Press, 215–235.

Franks, Julian R.: Mayer, Colin P. (2017): Evolution of ownership and control around the world: the changing face of capitalism. Hermalin, Benjamin E.; Weisbach, Michael S. (Hg.): The handbook of the economics of corporate governance; Volume 1. Amsterdam: North-Holland. 685–735

Frick, Bernd; Lehmann, Erik (2005): Corporate Governance in Germany: Ownership, Codetermination, and Firm Performance in a Stakeholder Economy. In: Howard; Pendleton, Andrew (Hg.): Corporate governance and labour management: An international comparison Gospel. Oxford: Oxford University Press, 122–147.

Fuest, Clemens; Wambach, Achim; Motta, Massimo; Peitz, Martin u. a. (2019): Zäsur in der europäischen Wettbewerbs- und Industriepolitik: Freie Fahrt für europäische Champions? ifo Schnelldienst 72(8), 3–26.

Garbs, Holger (2017): Ist schon wieder Blase? In: VentureCapital Magazin, Nr. 11, 34–35.

Gerstenberger, Juliane (2019): Kreditfonds auf Wachstumskurs – aber bisher noch Nischenanbieter. KfW Research. Fokus Volkswirtschaft Nr. 239. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/PDF-Dokumente-Fokus-Volkswirtschaft/Fokus-2019/Fokus-Nr.-239-Januar-2019-Kreditfonds.pdf> (abgerufen am 22.07.2020).

Gilligan, John; Wright, Mike (2014): Private Equity Demystified: An Explanatory Guide. 3. Aufl. <http://ssrn.com/abstract=2668066> (abgerufen am 22.07.2020).

Goergen, Marc; O'Sullivan, Noel; Wood, Geoffrey (2014): The employment consequences of private equity acquisitions: The case of institutional buy outs. European Economic Review 71, 67–79.

Gompers, Paul; Kaplan, Steven; Mukharlyamov, Vladimir (2016): What do private equity firms say they do? Journal of Financial Economics, 121(3), 449–476.

Gospel, Howard; Pendleton, Andrew; Vitols, Sigurt (Hg.) (2014): Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison. Oxford.

Goyer, Michel (2006): Varieties of institutional investors and national models of capitalism: The transformation of corporate governance in France and Germany. Politics and Society, 34(3), 399–430.

Goyer, Michel (2011): Contingent Capital: Short-term Investors and the Evolution of Corporate Governance in France and Germany. Oxford: Oxford University Press.

Gowan, Peter (1999): The Global Gamble: Washington's Faustian Bid for World Dominance. London: Verso.

Groh, Alexander Peter; Gottschalg, Oliver (2011): The effect of leverage on the cost of capital of US buyouts. Journal of Banking & Finance, 35(8), 2099–2110.

Guo, Shourun; Hotchkiss, Edith S.; Song, Weihong (2011): Do Buyouts (Still) Create Value? The Journal of Finance, 66(2), 479–517.

Habdank, Philipp (2019): Leveraged Finance: Tanz auf dem Vulkan? Finance-Magazin.de vom 9.7.2019. <https://www.finance-magazin.de/finanzierungen/alternative-finanzierungen/leveraged-finance-tanz-auf-dem-vulkan-2041541/> (abgerufen am 22.07.2020).

- Hall, Peter A. (2015):** The Fate of the German Model. In: Unger, Brigitte (Hg.): The German Model Seen by its Neighbours, edited by, 43–61. Brussels: Social Europe.
- Hall, Peter A.; Gingerich, Daniel W. (2009):** Varieties of Capitalism and Institutional Complementarities in the Political Economy: An Empirical Analysis. In: Hancké, Bob (Hg.): Debating Varieties of Capitalism. Oxford: Oxford University Press, 135–179.
- Hammer, Benjamin; Hinrichs, Heiko; Schweizer, Denis (2016):** Buy and Build Strategies in Private Equity: Boost or Transformation? <https://ssrn.com/abstract=2832444> (abgerufen am 22.07.2020).
- Hammer, Benjamin; Knauer, Alexander; Pflücke, Magnus; Schwetzler, Bernhard (2017):** Inorganic Growth Strategies and the Evolution of the Private Equity Business Model. Journal of Corporate Finance, 45, 31–63.
- Hammer, Benjamin; Loos, Robert; Schwetzler, Bernhard (2015):** Exit Through Exitus in Private Equity Buyouts. <http://ssrn.com/abstract=2580910> (abgerufen am 22.07.2020).
- Hoffmann, Nils (2008):** German buyouts adopting a buy and build strategy. Key characteristics, value creation and success factors. Wiesbaden: Springer.
- Hoskisson, Robert E.; Shi, Wei; Yi, Xiwei; Jin, Jing (2013):** The Evolution and Strategic Positioning of Private Equity Firms. In: Academy of Management Perspectives, 27(1), 22–38.
- Hotchkiss, Edith S.; Smith, David C.; Per, Strömberg (2014):** Private equity and the resolution of financial distress. Working Paper. <http://ssrn.com/abstract=1787446> (abgerufen am 22.07.2020).
- Huffschmid, Jörg; Köppen, Margit; Rhode, Wolfgang (Hg.) (2007):** Finanzinvestoren: Retter oder Raubritter? Neue Herausforderungen durch die internationalen Kapitalmärkte. Hamburg.
- ITUC (2007):** Where The House Always Wins: Private Equity, Hedge Funds and the New Casino Capitalism. Brussels: International Trade Union Confederation.
- Ivashina, Victoria; Kovner, Anna (2011):** The private equity advantage: leveraged buyout firms and relationship banking. The Review of Financial Studies, 24(7), 2462–2498.
- Jackson, Gregory; Sorge, Arndt (2012):** The trajectory of institutional change in Germany, 1979–2009. Journal of European Public Policy 19 (8), 1146–1167.
- Jenkinson, Tim; Sousa, Miguel (2015):** What determines the exit decision for leveraged buyouts? Journal of Banking & Finance, 59, 399–408.
- Jensen, Michael C. (1986):** Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review, 76(2), 323–329.
- Jensen, Michael C. (1993):** The modern industrial revolution: exit and the failure of internal control systems. Journal of Finance, 48:3, 831–880.
- Jowett, Paul, and Francoise Jowett (2011):** Private Equity. The German Experience. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Kamp, Lothar; Krieger, Alexandra (2005):** Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland. Hintergründe und Orientierungen. Hans-Böckler-Stiftung, Arbeitspapier 103. Düsseldorf. https://www.boeckler.de/faust-detail.htm?sync_id=4166 (abgerufen am 29.07.2020).
- Kaplan, Steven N. (1989):** The effects of management buyouts on operating performance and value. Journal of Financial Economics 24, 217–254.
- Kaplan, Steven N.; Stein, Jeremy C. (1993):** The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s. Quarterly Journal of Economics, 108(2), 313–357.
- Kaplan, Steven N.; Strömberg, Per (2009):** Leveraged Buyouts and Private Equity. Journal of Economic Perspectives, 23:1, 121–146.

Kirshner, Jonathan (2014): American Power after the Financial Crisis. Ithaca: Cornell University Press.

Knodt, Henning; Christensen, Björn (2007): Home Market Effects of Foreign Direct Investment: The Case of Germany. *Außenwirtschaft* 62(1): 63–76.

Knauer, Thorsten; May, Markus; Sommer, Friedrich (2013): Corporate Governance und Unternehmenswerteffekte bei Leveraged Buyouts: State of the Art der empirischen Forschung. *Journal für Betriebswirtschaft*, Vol. 63(2), 117–156.

Lane, Christel (2003): Changes in corporate governance of German corporations: Convergence to the Anglo-American model? *Competition and Change*, 7(2–3), 79–100.

Lehrer, Mark; Celo, Sokol (2016): German family capitalism in the 21st century: patient capital between bifurcation and symbiosis. *Socio-Economic Review*, 14(4), 729 – 750

Lichtenberg, Frank R.; Siegel, Donald (1990): The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics*, 27(1), 165–194.

Lowenstein, Louis (1985): Management Buyouts. *Columbia Law Review*, 85(4), 730–784.

Lutz, Eva; Achleitner, Ann-Kristin (2009): Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft (ZfB)*, Sonderheft Entrepreneurial Finance, Nr. 5, 53–81.

Maier, Angela (2017): Männer im Kaufrausch. *Manager Magazin* Nr. 12 vom 17.11.2017, S. 60–66.

Mallin, Christine A. (Hg.) (2011): Handbook on International Corporate Governance Country Analyses. Second Edition. Cheltenham und Northampton: Edward Elgar.

Masulis, Ronald; Thomas, Randall (2009): Does private equity create wealth? The effects of private equity and derivatives on corporate governance. *University of Chicago Law Review*, 76(1), 219–259.

Moosa, Imad A. (2002): Foreign direct investment: theory, evidence and practice. Basingstoke (u. a.): Palgrave, Macmillan.

Morasch, Karl; Bartholomae, Florian (2017): Handel und Wettbewerb auf globalen Märkten. Wiesbaden: Springer Gabler.

Mueller, Dennis C.; Yurtoglu, Burcin; Gugler, Klaus (2004): Corporate Governance and Globalization. *Oxford Review of Economic Policy* 20(1): 129–156.

Muscarella, Chris J.; Vetsuypens, Michael R. (1990): Efficiency and Organizational Structure: A Study of Reverse LBOs. *Journal of Finance*, 45(5), 1389–1413.

Nölke, Andreas (2018): Dependent versus state-permeated capitalism: two basic options for emerging markets. *International Journal of Management and Economics* 54. 269–282.

Nölke, Andreas; May, Christian (Hg.) (2018): Handbook of the International Political Economy of the Corporation. Cheltenham: Edward Elgar, 152–166.

Nölke, Andreas; ten Brink, Tobias; Claar, Simone; May, Christian (2015): Domestic structures, foreign economic policies and global economic order: Implications from the rise of large emerging economies. *European Journal of International Relations*, 21(3), 538 – 567.

Olsson, Martin; Tåg, Joacim (2017): Private equity, layoffs, and job polarization. *Journal of Labor Economics*, 35 (3), 697–754.

O'Sullivan, Mary (2000): Contests for Corporate Control: Corporate Governance and Economic Performance in the United States and Germany. Oxford: Oxford University Press.

O'Sullivan, Mary (2002): Corporate Governance in Germany: Productive and Financial Challenges. In: Lazonick, William; O'Sullivan, Mary (Hg.): Corporate Governance and Sustainable Prosperity. Basingstoke und New York: Palgrave, 255–300.

Reifenberger, Sabine (2019): Banken verlieren am LBO-Markt an Boden. Finance-Magazin.de vom 29.7.2019. <https://www.finance-magazin.de/deals/private-equity-private-debt/banken-verlieren-am-lbo-markt-an-boden-2042921/> (abgerufen am 22.07.2020).

Rogers, Samuel (2019): China, Hungary, and the Belgrade-Budapest Railway Upgrade: New Politically-Induced Dimensions of FDI and the Trajectory of Hungarian Economic Development. Journal of East-West Business. 25(1), 1–23.

Röhl, Klaus-Heiner; Vogt, Gerit (2016): Unternehmensinsolvenzen. Anhaltender Rückgang bei fortbestehenden regionalen Differenzen. IW-Trends, 43(3), 21–37.

Röper, Nils (2018): German Finance Capitalism: The Paradigm Shift Underlying Financial Diversification“. New Political Economy 23 (3), 366–390.

Rühmkorf, Andreas; Spindler, Felix; Navajyoti, Samanta (2019): Evolution of German corporate governance (1995–2014): an empirical analysis. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 19(5), 1042–1062.

Ščepanović, Vera; Bohle, Dorothee (2018): The institutional embeddedness of transnational corporations: dependent capitalism in Central and Eastern Europe. In: Nölke, Andreas; May, Christian (Hg.): Handbook of the International Political Economy of the Corporation. Cheltenham: Edward Elgar, 152–166.

Ščepanović, Vera (2019): National interests and foreign direct investment in East Central Europe after 1989. In: Berger, Stefan; Fetzer, Thomas (Hg.): Nationalism and the Economy. Explorations into a Neglected Relationship. Budapest: Central European University Press, 209–236.

Scheuplein, Christoph (2015): Private Equity Monitor 2013. Eine aktuelle Bestandsaufnahme zur Übernahme-tätigkeit von Private Equity Investoren in Deutschland. Reihe: Mitbestimmungsförderung Report, Nr. 7. Düsseldorf. https://www.boeckler.de/faust-detail.htm?sync_id=7250 (abgerufen am 29.07.2020).

Scheuplein, Christoph (2019): Private Equity Monitor 2018: die aktuelle Tätigkeit von Finanzinvestoren in Deutschland. Düsseldorf: Hans-Böckler-Stiftung. Mitbestimmungsreport, Nr. 49. https://www.boeckler.de/faust-detail.htm?sync_id=8362 (abgerufen am 29.07.2020).

Scheuplein, Christoph; Teetz, Florian (2017): Private Equity-Aktivitäten in Deutschland 2014/2015. Eine Analyse von Buyouts, Exits und Private-Equity-Gesellschaften. Reihe Study Nr. 367 der Hans-Böckler-Stiftung. Düsseldorf 2017. https://www.boeckler.de/faust-detail.htm?sync_id=7783 (abgerufen am 29.07.2020).

Schmidt, Reinhard H. (2001): Kontinuität und Wandel bei der Corporate Governance in Deutschland. Zeitschrift für die betriebswirtschaftliche Forschung, Special Issue 47: 61–87.

Schmidt, Reinhard H. (2004): Corporate Governance in Germany: An Economic Perspective. In: Krahn, Jan P.; Schmidt, Reinhard H. (Hg.): The German Financial System: Oxford: Oxford University Press, 386–424.

Shapiro, Robert J.; Pham, Nam D. (2008): American Jobs and the Impact of Private Equity Transactions. Washington: Private Equity Council.

Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: Auerbach, Alan J. (Hg.) (1988): Corporate Takeovers: Causes and Consequences. Chicago, London, 33–68.

Smit, Han T. J. (2001): Acquisition Strategies as Option Games. Journal of Applied Corporate Finance, 14(2): 79–89.

Smolka, Klaus Max (2018): Unternehmen sind so teuer wie nie. In: faz.net vom 24.02.2018. http://www.faz.net/aktuell/finanzen/die-schwierigkeit-von-private-equity-unternehmen-sind-so-teuer-wie-nie-15464774.html?printPageArticle=true#pageIndex_0 (abgerufen am 22.07.2020).

Statistisches Bundesamt (2019): Insolvenzverfahren. (Unternehmen und Arbeitsstätten, Fachserie 2, Reihe 4.1). https://www.destatis.de/DE/Themen/Branchen-Unternehmen/Unternehmen/Gewerbemeldungen-Insolvenzen/Publikationen/Downloads-Insolvenzen/insolvenzen-2020410191064.pdf?__blob=publicationFile (abgerufen am 22.07.2020).

Stephen, Matthew D. (2014): Rising powers, global capitalism and liberal global governance: A historical materialist account of the BRICs challenge. *European Journal of International Relations*, 20(4), 912–938.

Stiftung Familienunternehmen (Hrsg.) (2019): Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, 5. Auflage, erstellt vom ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung Mannheim und vom Institut für Mittelstandsforschung Mannheim, München.

Streeck, Wolfgang; Höpner, Martin (2003): Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG. Schriften des Max-Planck-Instituts für Gesellschaftsforschung Köln 47. Frankfurt am Main: Campus.

Stringham, Edward; Vogel, Jack (2018): The leveraged invisible hand: how private equity enhances the market for corporate control and capitalism itself. *European Journal of Law and Economics* 46 (2), 223–244.

Strömberg, Per (2008): The new demography of private equity. Gurung, Anuradha; Lerner, Josh (Hg.): *Globalization of Alternative Investments – Working Papers Volume 1: The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008*. World Economic Forum. Genf und New York, 3–26.

Strömberg, Per (2009): The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. <https://ssrn.com/abstract=1429322> (abgerufen am 22.07.2020).

Tåg, Joacim (2012): The Real Effects of Private Equity Buyouts. In: Cumming, Douglas (Hg.): *The Oxford Handbook of Private Equity*. Oxford: Oxford University Press, 271–299.

Talmor, Eli; Vasvari, Florin (2011): *International Private Equity*. Chichester.

ten Brink, Tobias (2014): The Challenges of China's Non-liberal Capitalism for the Liberal Global Economic Order. *Harvard Asia Quarterly*, 16:2, 36–44.

Tyková, Tereza; Borell, Mariela (2012): Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? *Journal of Corporate Finance*, 18, 138–150.

Wang, Yingdi (2012): Secondary buyouts: Why buy and at what price? *Journal of Corporate Finance*, 18(5), 1306–1325.

Watt, Andrew (2008): The impact of private equity on European companies and workers: key issues and a review of the evidence. *Industrial Relations Journal*, 39:6, 548–568.

Wilson, Nick (2019): Distress, failure, and recovery in private equity buyouts. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 530–542.

Wilson, Nick; Wright, Mike (2013): Private equity, buy-outs and insolvency risk. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40 (7–8), 949–990, DOI: <https://doi.org/10.1111/jbfa.12042>.

Wilson, Nick; Wright, Mike; Cressy, Robert (2013): *Private Equity and Insolvency*. http://www.nvp.nl/data_files/pe_and_insolvency.pdf (abgerufen am 22.07.2020).

Wood, Geoffrey; Wright, Mike (2009): Private equity: A review and synthesis. In: *International Journal of Management Reviews*, 11(4), 361–380.

Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (2019a): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York.

Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, D. (2019b): Management buyouts: an introduction and overview. In: Wright, Mike; Amess, Kevin; Bacon, Nick; Siegel, Donald (Hg.): *The Routledge Companion to Management Buyouts*. Routledge: London und New York, 1–26.

Wright, Mike; Thompson, Steve; Robbie, Ken (1992): Management-led leveraged buy-outs: a European perspective. *Journal of Business Venturing*, 7(1), 45–71.

Zimmerer, C. (1983): Auslandsbeteiligungen an deutschen Unternehmen und ihr Einfluss auf die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. *Betriebswirtschaft* 43(4), 563–567.

Der Einfluss von Private-Equity-Investoren auf deutsche Unternehmen hat seit der Finanzkrise laufend zugenommen. Aus Arbeitnehmerperspektive stehen insbesondere Fragen zur Beschäftigungsentwicklung und zur finanziellen Stabilität der betroffenen Unternehmen im Vordergrund. In der vorliegenden Studie wird empirisch untersucht, wie sich Wachstum, Beschäftigung und Finanzierung von Unternehmen entwickelt haben, die 2013 von Private-Equity-Investoren übernommen wurden. Zur spezifischen Beurteilung des Faktors „Private Equity“ wird eine Vergleichsgruppe von Unternehmen ohne Private-Equity-Eigentümer herangezogen.

WWW.BOECKLER.DE

ISBN 978-3-86593-363-8